



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS FINANCIERO: EL CASO DIA (DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN)

Autor: Leticia Carranza Diez

Director: Cecilio Moral Bello

MADRID | Junio, 2019

RESUMEN

Con este trabajo se pretende realizar un análisis sobre la compañía española Distribuidora Internacional de Alimentación, DIA, con el objetivo de valorar la compañía y entender los últimos sucesos que han finalizado con la expulsión de la compañía del IBEX 35, por parte del Comité Asesor Técnico (CAT), el 24 de diciembre de 2018.

DIA es una empresa española que opera en el sector del comercio al por menor y cuenta con un portafolio de siete marcas propias, con presencia en cuatro países y dos continentes diferentes. Sus datos financieros son de acceso público, lo que facilita la veracidad de los datos.

En los últimos años, la empresa ha abierto nuevas tiendas a través del modelo de negocio de franquicias y a través de la adquisición de competidores.

Palabras clave: DIA, OPA, Sector de la distribución de alimentación, Letterone, Descuento de Flujos de Caja, Múltiplos de compañías comparadas.

ABSTRACT

The purpose of this study is to carry out an analysis on the Spanish company Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA), with the objective of assessing the financial situation of the company. Therefore, being able to understand the reasons that have led to the exclusion of company from the IBEX 35, by the Technical Advisory Committee (CAT), on December 24, 2018.

DIA is a Spanish company that operates in the retail sector and has a portfolio of seven own brands, being present in four countries and two different continents worldwide. Also, allowing public access to their financial data, has enabled the company to facilitate its accuracy.

In recent years, the company has opened new stores through the franchise business model and the acquisition of competitors.

Keywords: DIA, OPA, Food retail sector, Discounted Cash Flow, Multiples.

Glosario de términos y abreviaturas

DIA – Distribuidora Internacional de Alimentación

OPA- Oferta Pública de Adquisición

CAT- Comité Asesor Técnico

ASEDAS- Asociación Española de Distribuidores, Autoservicios y Supermercados

INE- Instituto Nacional de Estadística

OCDE- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

OECD- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

ICC- Índice De Confianza De Consumidor

EBIT – Earnings Before Interest and Tax/ Beneficio Antes De Intereses e Impuestos

EBITDA – Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization / Beneficio Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones.

E/V – Enterprise Value/Valor empresarial

DCF- Descuento de Flujos de Caja

FCL/FCFF – Flujo de Caja Libre/ Free Cash Flow to Firm

PIB – Producto Interior Bruto

Ventas Lfl – Ventas like-for-like/ Ventas comparables

YoY – Year on Year

WACC – Weighted Average Cost of Capital / Coste Promedio Ponderado del Capital

ÍNDICE

RESUMEN	2
1. INTRODUCCIÓN	8
1.1 Propósito general	8
1.2 Justificación del tema elegido	8
1.3 Estructura del trabajo	9
1.4 Metodología del trabajo	9
1.4.1 Análisis de los estados financieros.....	10
1.4.2 Descuento por Flujos de caja	13
2. ANALÍISIS.....	17
2.1 Análisis del entorno macroeconómico.....	17
2.1.1 Iberia	17
2.1.2 Emergentes.....	20
2.2 Análisis del sector de la distribución de alimentación.....	23
2.2.1 Principales magnitudes del comercio al por menor	23
2.2.2 Los formatos comerciales	25
2.2.3 Principales operadores del sector de distribución minorista con base alimentaria	26
3. INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA: DIA.....	28
3.1 Descripción de la compañía.....	28
3.1.1 Formatos comerciales	29
3.1.2 Internacionalización.....	31
3.1.3 Análisis, evolución de tiendas.	32
3.1.4 Análisis, evolución de ventas.	34
3.1.5 Análisis de Indicadores clave de rendimiento o Key Performance Indicator (KPI).....	35
4. COTIZACIÓN, DIA EN EL IBEX 35	39
4.1 Evolución del valor de la acción	39
4.2 Expulsión IBEX 35.....	39
4.3 Introducción al Fondo de inversión Letterone.....	40
4.3.1 OPA sobre DIA	41
5. VALORACIÓN FINANCIERA	44
5.1 Deuda neta	44
5.2 Evolución del rating.....	46
5.3 Análisis de los estados financieros	46
5.3.1 Ratios	46
5.3.2 Método DCF:	52
5.4 Valoración por múltiplos de empresas comparables.....	59
6. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN.....	65
6.1 Principales conclusiones	65

7. BIBLIOGRAFÍA	67
8. ANEXOS.....	73

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1, Índice de Confianza del Consumidor, febrero 2019.....	19
Tabla 2, Comercio al por menor de productos alimenticios, bebidas y tabaco en establecimientos especializados en % sobre datos del comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas en España:	24
Tabla 3, Comparación de los principales operadores del sector de distribución minorista, 2017.....	27
Tabla 5, Evolución del número de tiendas, variación anual.	32
Tabla 6, Número de tiendas, Iberia.....	33
Tabla 7, Número de tiendas, Emergentes	33
Tabla 8, Ventas anuales, Iberia (en millones de euros).	34
Tabla 9, Ventas anuales, Emergentes (en millones de euros).....	34
Tabla 10, Evolución cuota de mercado de los principales competidores de DIA	36
Tabla 11, Evolución empleados por tienda.....	36
Tabla 12, Evolución ventas por empleado.....	36
Tabla 13, Evolución ventas por tienda.....	37
Tabla 14, Crecimiento de ventas Lfl 1T2019	38
Tabla 16, Evolución de las principales magnitudes financieras de DIA, 2015-2018	40
Tabla 17, Evolución de la OPA sobre DIA.....	41
Tabla 18, Evolución margen sobre beneficio	47
Tabla 19, Evolución margen EBITDA	47
Tabla 20, Evolución periodo medio de cobro y pago	49
Tabla 21, Evolución Ratio de eficiencia	50
Tabla 22, Evolución endeudamiento a corto plazo.....	50
Tabla 23, Evolución endeudamiento a largo plazo.....	51
Tabla 24, Evolución tasa de crecimiento de ventas	52
Tabla 25, Evolución activos y pasivos corrientes	54
Tabla 26, Calculo de los Flujos de Caja Libre.....	56
Tabla 27, WACC estimado de los principales países en los que DIA opera	57
Tabla 28, Cálculo del valor empresarial	57
Tabla 29, Principales magnitudes de empresas comparables	59
Tabla 30, Cálculo del valor empresarial, Carrefour.....	60
Tabla 31, Cálculo del valor empresarial, Casino Guichard- Perrachon.....	61
Tabla 32, Cálculo del valor empresarial, Jeronimo Martins.....	61
Tabla 33, Cálculo del valor empresarial, Wm Morrison Supermarkets PLC	62
Tabla 34, Cálculo del valor empresarial, Companhia Brasileira de Distribuição.....	62
Tabla 35, Evolución ventas de compañías comparables.....	63
Tabla 36, Cálculo EV/Ventas de compañías comparables	63
Tabla 37, Tabla 36, Evolución EBITDA de compañías comparables	63
Tabla 38, Tabla 36, Cálculo EV/EBITDA de compañías comparables.....	63
Tabla 39, Cálculo Equity Value de DIA a partir de los resultados obtenidos.	64

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1, Principales segmentos de la industria minorista	23
Ilustración 2, Ventas por países 2018, DIA (% sobre total)	31
Ilustración 3, Evolución cotización de DIA, 2011-2018	39

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito general

El propósito general de la investigación es el estudio en profundidad a través del análisis que se realiza a la hora de valorar una compañía.

Mediante este trabajo se pretende realizar una valoración que permita entender el comportamiento bursátil de DIA en este último año. Las hipótesis del modelo se irán explicando a medida que se vayan exponiendo, de manera que se aproxime lo máximo posible a la realidad económica del negocio y del entorno en el que opera.

Así mismo, el objetivo final de este trabajo será el de comprender su expulsión del IBEX 35 a través de un análisis en profundidad de la compañía y el sector.

1.2 Justificación del tema elegido

Los principales motivos que han llevado a la elección de DIA como empresa a analizar han sido varios, entre los que destacan:

- Tiene un formato de tienda muy interesante y una estrategia acorde con las tendencias en del mercado: "Precio, proximidad y franquicia";
- Al ser una compañía cotizada en el IBEX 35, resultará de mayor fiabilidad el acceso a sus datos financieros, auditados anualmente;
- Se trata de una compañía que ha experimentado una caída del 80% desde su salida a bolsa en lo que va de año, por lo que resulta especialmente interesante estudiar las causas de este declive;
- En 2016 alcanzó su máximo histórico en cuota de mercado y es una de las cadenas de descuento más conocidas en España, Portugal, Argentina y Brasil;
- Opera en un sector en el que personalmente siento una enorme curiosidad: el sector de la distribución de alimentación;

- Al haber realizado prácticas durante ocho meses en un fondo de inversión en el departamento de análisis, considero que este trabajo puede completar lo aprendido durante este periodo y supone además un reto personal.

1.3 Estructura del trabajo

Así mismo, se comenzará con un marco teórico sobre los diferentes métodos de valoración, principalmente sobre el método de flujo de caja descontado y múltiplos. El proyecto se realiza como un análisis vertical; en primer lugar, se expondrá un análisis del entorno macroeconómico de los cuatro países en los que DIA está presente y luego, una descripción de las principales características y tendencias del sector de la distribución de alimentación en España.

En segundo lugar, se procederá a una descripción general de la compañía, que incluirá un análisis del modelo de negocio, de sus formatos comerciales, su presencia internacional en los últimos años y de los principales eventos que han ocurrido recientemente con DIA.

Finalmente, para poder realizar un análisis integral de la compañía, realizaremos una valoración de la compañía por el método de flujo de caja descontado y múltiplos.

1.4 Metodología del trabajo

Con respecto a la valoración de DIA, se basará en dos métodos: métodos de flujo de caja descontado y múltiplos. El primer método se usa para calcular el valor de la compañía y el método de valoración por múltiplos sirve para verificar y comparar los resultados obtenidos a través del método por DCF.

“Precio es lo que pagas. Valor es lo que recibes” Warren Buffet.

Este tipo de valoración financiera, tratando de invertir en empresas en situaciones “especiales”, es la que llevan a cabo los inversores más destacados del panorama financiero, como es el caso de dos de los inversores de valor más conocidos, Warren

Buffett y Joel Greenblatt. Registraron sus mayores rendimientos en situaciones especiales.

1.4.1 Análisis de los estados financieros

En primer lugar, se analizarán los estados financieros de la empresa y se calcularán los ratios más relevantes:

Margen bruto:

“Esta relación mide la ganancia directa que obtiene una empresa por un bien o un servicio antes del IVA. [...] Podemos considerar importante esta relación cuando comparamos dos negocios, ya que es muy útil entender si un grupo está teniendo un desempeño satisfactorio o no”. (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series)

$$\% \text{ Margen Bruto} = (\text{Ventas} - \text{Coste de las ventas}) / \text{Ventas}$$

Margen EBITDA:

“Esta relación mide la eficiencia de los ingresos por ventas generadas”. (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

$$\text{Margen EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Ventas}$$

Ratio de Liquidez Ajustada

“Mide el grado en que los derechos de los acreedores a corto plazo están cubiertos por activos que se pueden convertir en efectivo en un período equivalente al vencimiento. Esta relación se utiliza para estimar la capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas a corto plazo, realizando sus activos actuales”. (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series)

$$\text{Ratio de liquidez ajustada} = \text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$$

Ratio de acid-test, también denominada “prueba ácida”

"Mide si la compañía tiene fondos de efectivo suficientes para enfrentar sus deudas inmediatas". Esta relación pesa el término más corto de la empresa, ya que compara los activos más líquidos con el total de pasivos a corto plazo. Indica el grado de cobertura de recursos externos por activos corrientes una vez se han descontado los inventarios. Mide la capacidad más inmediata que tiene una empresa para enfrentar su compromiso a corto plazo". (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series)

Test ácido= (Activo circulante- Existencias) / Pasivo circulante

Promedio medio de pago a proveedores (días)

"Mide los días que, en promedio, la compañía está tardando en pagar a sus acreedores" (Broihahan, MA, Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial Statements Analysis, Investment Series).

Periodo medio de cobro (días)= (Saldo medio clientes/ Ventas) x 360

Ratio de eficiencia

Determina el estado de salud de la empresa, ya que relaciona los costos operativos y los ingresos que ha enfrentado durante el período financiero.

Ratio de eficiencia= (Gastos de personal + otros gastos+ amortización) / Margen bruto

Ratio de endeudamiento a corto plazo

“Razón financiera que mide la relación entre los pasivos a corto plazo de una empresa y su patrimonio. "(Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial Statements Analysis, Investment Series).

Ratio de endeudamiento a corto plazo= Fondos ajenos a corto plazo (pasivo circulante) / Fondos propios.

Endeudamiento a largo plazo:

"Relación financiera que mide la relación entre los pasivos a largo plazo de la empresa y su patrimonio". (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

Endeudamiento a largo plazo= Fondos ajenos a largo plazo (pasivo fijo) / Fondos propios

Endeudamiento bancario a corto plazo:

“Ratio financiero que mide la relación entre las deudas bancarias que una empresa tiene en el corto plazo y el importe de su patrimonio” . (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

Endeudamiento bancario a corto plazo =Deuda financiera a corto plazo/ Fondos propios

Endeudamiento bancario a largo plazo:

"Es la proporción financiera que mide la relación entre las deudas bancarias que una compañía posee a largo plazo y el importe de su patrimonio". (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial Statements Analysis, Investment Series).

Endeudamiento bancario a largo plazo= Deuda financiera a largo plazo/ Fondos propios.

Apalancamiento financiero

"Mide la relación entre los activos y las deudas de la compañía, lo que da una idea del riesgo de financiamiento de la compañía". (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

Apalancamiento financiero= Deuda financiera/ Fondos propios

Todas las ratios que han sido elegidos proporcionan información sobre la rentabilidad de la empresa y analizan su estado financiero. Mediante e se podrá realizar un correcto análisis de la compañía DIA y determinar si sería adecuado invertir en ella o no. La información necesaria se encuentra: en la cuenta de resultados y el balance general, que proporciona la propia compañía en sus cuentas anuales auditadas.

1.4.2 Descuento por Flujos de caja

Existen varios enfoques de DFC, sin embargo, uno de los más utilizados es el modelo basado en flujos de efectivo, FCFF (Free Cash Flow to Firm) y FCFE (Free Cash Flow to Equity). El FCFF es el flujo de efectivo disponible para los tenedores de deuda y capital, después de que la compañía haya invertido en activos fijos y capital de trabajo.

El FCFE sólo se refiere al flujo de efectivo disponible para los tenedores de capital de la compañía después de que se hayan realizado los costos relacionados con los fondos prestados, las inversiones en activos fijos y el capital de trabajo.

El método seleccionado para este estudio ha sido el de FCFF.

Este método de valoración tiene cuatro etapas principales, en las que se debe calcular: el coste promedio ponderado del capital (WACC), el flujo de efectivo libre, el valor residual y el valor de la compañía.

El coste medio ponderado de capital

El WACC es la tasa utilizada para descontar los flujos de efectivo disponibles de la compañía. “El WACC se obtiene ponderando las fuentes de capital de acuerdo con la estructura financiera de la compañía y luego se multiplica por sus costes” (Steiger, F. (2010). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *arXiv preprint arXiv:1003.4881.*)

$$WACC = Ke \frac{CAA}{CAA + D} + Kd (1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

Análisis Financiero: el caso DIA (Distribuidora Internacional de Alimentación)

WACC: Weighted Average Cost of Capital (Promedio Ponderado del Coste de Capital)

Ke: Coste de capital o cost of equity.

CAA: Capital aportado por los accionistas (por su denominación en inglés Equity)

D: Deuda financiera

Kd: Coste de la deuda

T: Tasa de impositiva

El coste del capital

Se calculará mediante el CAPM (Capital Asset Pricing Model). “El CAPM representa el rendimiento que requieren los inversores por el riesgo que corren al tener una participación en la compañía”. (Steiger, F. (2010). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *arXiv preprint arXiv:1003.4881*.)

$$K_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_e$$

Ke - Cost of equity o tasa de costo de oportunidad de los accionistas.

rf - tasa libre de riesgo

rm - retorno esperado del mercado

rm - rf - riesgo de mercado

βe - beta apalancada de la empresa

El coste de la deuda

El coste de la deuda representa la tasa de interés que una empresa paga sobre su deuda actual. Es el coste del financiamiento de la deuda para una empresa en el momento en que emite un bono u obtiene un préstamo bancario.

Flujo de efectivo libre

El flujo de efectivo libre es la cantidad de “efectivo no requerido para operaciones o reinversión” (Brealey, Myers, & Allen, 2006, p. 998).

El flujo de efectivo libre es la cantidad hipotética de dinero que una empresa tiene para cubrir sus deudas o distribuir dividendos después de haber pagado a los proveedores y las compras de activos.

$$FCF = EBIT (1 - T) + \text{Depreciación y Amortización} - \text{Capex} - \Delta WC$$

El número mínimo de periodos aceptables para el cálculo es de 3 a 5 años, ya que cuanto mayor sea el horizonte temporal, más incertidumbre hay en las estimaciones (Juan Mascareñas; fusiones y adquisiciones de empresas, página 298).

En el cálculo mencionado, también deben determinarse los gastos de capital (inversiones de capital en bienes que generan ganancias para la empresa) y los cambios en el capital de trabajo neto (pagos a proveedores).

Sin embargo, este método se basa en proyecciones, pero ¿qué sucede si queremos proyectar más de cinco años? Debemos establecer un valor residual específico para proyectar durante más años nuestra valoración. Se calcula utilizando la siguiente fórmula:

Valor residual

El valor residual "es el VAN de todos los flujos de efectivo futuros que se acumulan después del período de tiempo que está cubierto por el análisis de escenario". El valor residual se encuentra en las expectativas de crecimiento promedio. (Steiger, F. (2010). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *arXiv preprint arXiv:1003.4881.*)

$$\text{Valor residual} = [FCF \cdot (1 + gr)] / (WACC - gr)$$

FC = Último flujo de caja estimado

gr= tasa de crecimiento¹

Valor de la compañía

Después de haber calculado los flujos de efectivo futuros, calculamos el valor actual de la compañía utilizando una tasa de descuento apropiada: WACC (calculada anteriormente).

$$\text{Valor de la compañía} = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+WACC)} + \frac{CF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{CF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+WACC)(1+WACC)^n}$$

La suma de todos los flujos de efectivo será entonces el valor de nuestra empresa.

¹ La tasa de crecimiento elegida será menor o igual a la del PIB. No puede ser más alta ya que DIA no crece más rápido que la economía

2. ANALÍISIS

2.1 Análisis del entorno macroeconómico

El negocio minorista de alimentación se caracteriza por un alto volumen de ventas, bajos márgenes, fuerza de trabajo y capital intensivos. Sin embargo, a pesar de las eficiencias y el rendimiento específico de las empresas, podrían verse influidas por el entorno macroeconómico, cómo: el consumo privado, el crecimiento del PIB, el desempleo, la inflación, la población activa y las tasas de interés.

“Se espera que el crecimiento económico mundial disminuya ligeramente en 2019”. (Comisión Europea - Comunicado de prensa, Bruselas, 7 de mayo de 2019).

Se prevé un crecimiento del 3% en 2019, que debería apoyar al sector en su conjunto. Se espera que el consumo de los hogares, que es el principal impulsor del sector minorista, sufra en general de un crecimiento más suave en la mayoría de las economías avanzadas, especialmente en Europa. Sin embargo, la situación es diferente en las grandes economías emergentes, como Brasil, China e India, cuyas perspectivas de crecimiento deberían seguir siendo positivas para 2019.

A continuación, realizaremos un análisis del entorno macroeconómico de los países en los que DIA está presente. En primer lugar, un análisis de “Iberia”, en el que nos centraremos en España y Portugal y por otra parte un análisis de “Emergentes” en el que se procederá a un estudio del entorno de Brasil y Argentina.

2.1.1 Iberia

a) España

El entorno de la eurozona no respalda el consumo económico de los hogares: se estima que el crecimiento sea del 1.8% en 2019 después del 1.9% en 2018.

A partir del informe publicado el 31 de enero de 2018 por el INE, el PIB español registraba un crecimiento del 0,7% en el cuarto trimestre de 2018 respecto al

Análisis Financiero: el caso DIA (Distribuidora Internacional de Alimentación)

trimestre anterior en términos de volumen. A nivel interanual, el crecimiento del PIB se sitúa en el 2,4%, tasa similar a la del trimestre precedente. (Anexo 1)

En el conjunto del año 2018, el PIB en términos de volumen, registraba un crecimiento del 2,5%, tasa inferior a la registrada el año anterior, cuando la economía creció un 3,0%.

Además, se espera que el crecimiento se modere aún más en 2019, según el informe “Previsiones económicas para España 2019-2021”, publicado el 7 de mayo de 2019 por FUNCAS (Fundación de las Cajas de Ahorros), se prevé un crecimiento del 2,1% para 2019, una décima menos que el año anterior. En primer lugar, se prevé que el mercado laboral continúe con una tendencia positiva, se estima que la tasa de paro baje hasta el 13,9%, aunque con una disminución continua en la tasa de desempleo, pero se proyecta que la creación de empleos será menos dinámica. Por otro lado, la leve aceleración de los salarios, impulsada por el aumento del salario mínimo y el aumento de las pensiones del sector público, debería conducir a un aumento de los ingresos disponibles. Sin embargo, se espera que esta ganancia beneficie principalmente al ahorro. El consumo de los hogares disminuirá más que en 2018, especialmente en bienes de consumo duraderos.

Índice de Confianza de Consumidor

Según el CIS (Centro de Investigaciones Sociológicas): *“El ICC (ÍNDICE DE CONFIANZA DE CONSUMIDOR) se calcula como media aritmética de los balances de la situación actual de la economía familiar, de la economía española y del empleo, respecto a la que existía hace seis meses, y de las expectativas respectivas para los próximos seis meses”*.

Así mismo los resultados se basan en una encuesta que se realiza mensualmente a aproximadamente 2.200 individuos residentes en España. Este índice puede tomar valores que varían entre 0 y 200. Un resultado superior a 100 indicaría una percepción positiva por parte de los consumidores y un resultado inferior a 100 indicaría, por el contrario, una percepción negativa.

Tabla 1, Índice de Confianza del Consumidor, febrero 2019.

	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb
	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2019	2019
ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDOR	99,7	98,6	99,9	97,7	107	106,1	102,4	90,6	93,0	91,4	90,9	93,8	96,1
ÍNDICE DE SITUACIÓN ACTUAL	90,6	90,1	92,7	91,3	102	101,7	99,3	82,9	85,4	83,8	83,4	87,7	86,8
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS	108,7	107,2	107,2	104,1	112	110,4	105,6	98,2	100,5	99,0	98,4	99,8	105,5

Fuente: Estudio n°3239. ICC de enero. Informe publicado el 5 de marzo por el CIS.

Como vemos en la tabla superior, el ICC el mes de febrero se situó en 96,1 puntos, 2,4 puntos por encima del dato del mes anterior, 3,7 puntos menos con respecto al año anterior.

Se sitúa en 96,1 puntos, lo que indica una percepción negativa por parte de los consumidores.

b) Portugal

En un estudio reciente realizado por el FMI, ("Perspectivas de la Economía Mundial", 2019,) Portugal registraba, en línea con otras economías de la zona del euro, una desaceleración en 2018. Aunque el crecimiento del consumo de los hogares se moderó un poco, la demanda interna siguió siendo fuerte, apoyada por un aumento en la inversión. La contribución positiva de la demanda externa ha sido menor que en 2017. (Anexo 2)

Se espera que la desaceleración de la actividad continúe en 2019 y que el consumo de los hogares se estanque. De hecho, el aumento de la inflación y un crecimiento más lento de los salarios podrían limitar el crecimiento de la renta disponible. La inversión por su parte se espera que siga impulsando el crecimiento con, por un lado, la recuperación de algunos proyectos de infraestructura financiados por fondos europeos y, por otro lado, la fuerte demanda de vivienda que apoya al sector de la construcción. La fuerte demanda de vivienda, impulsada en particular por el repunte de la actividad turística, también debería seguir impulsando los precios de las viviendas.

Por otro lado, la inversión empresarial debería debilitarse, penalizada por la desaceleración de la demanda externa.

Sin embargo, el aumento en los ingresos presupuestarios, la disminución del servicio de la deuda y la caída de la inversión pública han llevado a una disminución en el déficit público, superior al establecido en el presupuesto de 2018.

La desaceleración de las exportaciones en 2018 condujo a la aparición de un déficit en la cuenta corriente, aunque se espera que el crecimiento de las exportaciones se mantenga suave en un entorno internacional desfavorable.

El FMI reduce su pronóstico de crecimiento del 1.8% al 1.7% para Portugal en 2019 y predice una desaceleración en el crecimiento en 2020 al 1.5% del PIB. La publicación de “World Economic Outlook” confirma las perspectivas de un crecimiento más lento de lo esperado en la economía portuguesa. El FMI ha revisado al alza su pronóstico de la tasa de desempleo y estima que alcanzará el 6.8% en 2019 (contra el 6.5% inicialmente previsto). El pronóstico del déficit fiscal también se revisó a 0,6% del PIB (-0,2 pp en comparación con la estimación más reciente), que es tres veces el objetivo de déficit establecido en 0,2% por el gobierno. El FMI también es más pesimista sobre el ritmo de reducción de la deuda pública, ya que estima que la deuda alcanzará el 119,5% del PIB en 2019, frente al 118,6% previsto por el gobierno.

Fuente: Publicações e estudos, Publicações, Banco de Portugal, mayo 2019; FMI, Perspectivas de la Economía Mundial - abril de 2019 y “Portugal 4T18 Informe de Coyuntura Económica”; Management Solutions, enero 2019

2.1.2 Emergentes

a) Brasil

En Brasil, la economía registró un segundo año de recuperación moderada en 2018. El consumo de los hogares contribuyó positivamente al PIB, y la inflación registraba la tasa en mínimos históricos. El desempleo continúa aumentando, aunque mejora, sigue siendo alto. Además, las exportaciones aumentaron en términos de intercambio. Sin embargo, la actividad se vio afectada por las incertidumbres políticas que se vieron reforzadas por las elecciones presidenciales de octubre de 2018, además de la huelga de los conductores, que paralizó la economía en los últimos días de mayo. (Anexo 3)

Se espera un impulso económico relativamente más fuerte en 2019 ya que las incertidumbres políticas se disipan y la recuperación del mercado laboral. La inflación parece que se mantendrá cerca del objetivo del banco central (4.25% para 2019).

Los riesgos para la economía podrían verse reflejados a raíz de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, siendo este último el principal destino de las exportaciones de Brasil. Además, la crisis persistente en Argentina (el tercer mayor socio exportador de Brasil) continuará obstaculizando el desempeño de las exportaciones de productos manufacturados en 2019. Por otro lado, a nivel interno la reforma del sistema de pensiones podría poner en riesgo la dinámica económica del país.

En 2018, el déficit de la cuenta corriente del país se amplió poco, gracias al gran superávit comercial. En 2019, la mejora de la actividad económica debería favorecer un aumento de las importaciones y una mayor ampliación del déficit de la cuenta corriente.

El nuevo gobierno, que comenzó sus funciones el 1 de enero de 2019, afirmó su intención de reformar la seguridad social. Sin embargo, incluso si el déficit presupuestario pudiera reducirse en 2019, la promesa del gobierno de reducir el desequilibrio a cero para 2019 parece muy poco probable.

Fuente: Banco Central do Brasil; base de datos de Perspectivas Económicas 103 de la OCDE y “Brasil 4T18 Informe de Coyuntura Económica”; Management Solutions, enero 2019.

Por otro lado, durante 2018 el real brasileño presentó una desvalorización de 12,64% frente al promedio de 2017, esto afecta directamente a las compañías que reportan en euros, teniendo un impacto negativo en la consolidación de los resultados, como es el caso de DIA.

b) Argentina

Se espera que la economía permanezca en recesión debido a una política restrictiva a pesar del fuerte crecimiento del PIB en 2017, la recuperación no continuó en 2018. Las consecuencias de la peor sequía de los últimos 50 años comenzaron reflejarse en marzo de 2018. Luego, a finales de abril, el país se vio afectado por una venta masiva y

prolongada del peso argentino por parte de los inversores, este fenómeno motivó las presiones inflacionarias, obligando al banco central a elevar las tasas de interés drásticamente. Además, el gobierno ha tenido que acelerar el ritmo de la consolidación fiscal como parte de su acuerdo con el FMI. Estos eventos tuvieron un impacto significativo en la demanda interna, que se reflejó en una fuerte disminución en el consumo y la inversión de los hogares. (Anexo 4)

Los precios al consumidor aumentaron 3,8% en febrero (3,9% para los bienes subyacentes). Los ajustes adicionales en los precios regulados y la depreciación del peso con relación al dólar mantuvieron la inflación alta. La consultora Elypsis que monitorea los precios estima un aumento mensual de 3,5% en los precios al consumidor. La inflación en los meses de marzo, abril y mayo aumentó notablemente, según la última encuesta del banco central (a 3,1%, desde 2,5% anteriormente)

En términos sociales, los costos de esta corrección fueron una fuerte caída del poder adquisitivo del salario y del consumo, y un incremento del desempleo por la fuerte contracción de la actividad.

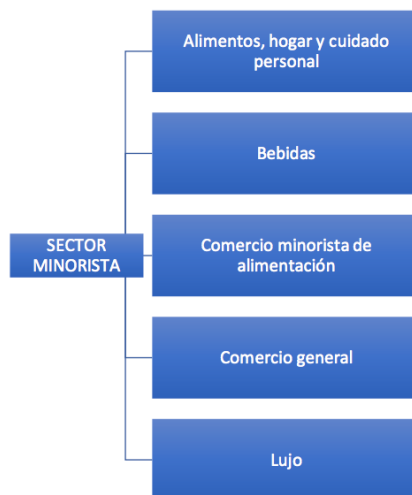
En 2018, el PIB cayó aproximadamente un 2,5%, para 2019 se espera una contracción de 1,3%. En un contexto de la mayor inflación anual desde 1991 (superior al 50%), el peso se depreció más del 12% en los primeros meses de 2019.

Fuente: World Bank, mayo 2019; FMI, Perspectivas de la Economía Mundial - abril de 2019; Argentina: política y economía, Santander Trade Portal; Banco Mundial, Argentina panorama general- 08 de abril de 2019

2.2 Análisis del sector de la distribución de alimentación.

2.2.1 Principales magnitudes del comercio al por menor

Ilustración 1, Principales segmentos de la industria minorista



Fuente: Elaboración propia en base al informe “HSBC Food Retail, EMEA Equity Research”

El sector de la distribución de alimentación es un subsector de la industria minorista, se centra en la venta de bienes de consumo, principalmente comestibles, pero también algunos productos no alimentarios como productos de higiene y similares. Dentro de la industria minorista, la venta minorista de alimentos es la más grande en términos de volúmenes de ventas.

Las empresas minoristas de alimentación tienen un papel determinante en las economías nacionales al conectar a productores y consumidores. Al ser el intermediario entre productores y consumidores, los minoristas ofrecen ventajas a ambos. Los minoristas le dan a los productores acceso a una cantidad de consumidores que el productor no puede alcanzar. Además de los canales de distribución, los minoristas ofrecen a los productores plataformas logísticas y otros servicios relacionados. Teniendo en cuenta las ventajas para los consumidores, el hecho de que los minoristas tengan contacto con diferentes productores les permite a los consumidores tener acceso rápido a una amplia variedad de productos, en un solo lugar.

Las ventas minoristas globales, incluidas las ventas en línea, continuaron creciendo en 2018, con un aumento del 3,4% (28 billones de USD), en comparación con alrededor de 26,8 billones de USD en 2017, impulsado principalmente por el comercio electrónico, cuya participación en el total de las ventas minoristas globales está en constante aumento. (anexo 2).

Así mismo, se espera que la participación de mercado en las ventas de bienes de consumo en línea se duplique durante la próxima década en los mercados más avanzados y represente un 9% sobre el total del mercado minorista en 2025.

(Distribución alimentaria, Alimarket/ Gran Consumo, octubre 2018)

Actualmente, el comercio aporta el 12% del PIB de la economía española. Por su parte, el comercio al por menor representa el 5,3% del total del PIB nacional.

Sobre el total de empresas dedicadas al comercio al por menor, un 20,81% se asocia al comercio de alimentos y bebidas en establecimientos especializados conforme a los datos del INE, un 1,06% menos que el año anterior.

Tabla 2, Comercio al por menor de productos alimenticios, bebidas y tabaco en establecimientos especializados en % sobre datos del comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas en España:

	2016	2017	2018	chg yoy	chg yoy
Número de empresas	21,81%	21,87%	20,81%	0,06%	-1,06%
Cifra de negocios	9,64%	9,45%	9,41%	-0,19%	-0,04%
Valor de la producción	8,65%	8,21%	8,52%	-0,44%	0,31%
Personal ocupado	14,37%	13,75%	14,42%	-0,62%	0,66%
Personal remunerado	11,35%	10,89%	11,18%	-0,46%	0,29%

Fuente: Elaboración propia con datos del INE (2018).

Según el informe publicado por el INE el 30 de enero de 2019, la tasa anual del sector de la distribución minorista, eliminando los efectos estacionales y de calendario, alcanzó un crecimiento de 0.8%, la tasa más baja desde 2013.

Las ventas de comercio minorista en el sector de la distribución de alimentación descendieron un 0.3% respecto al año anterior y la de otros bienes descendió aproximadamente un 2%. Sin embargo, aumentaron las ventas de equipo personal un 0,3 %, las de equipamiento para el hogar alrededor y gasolineras aproximadamente un 3%. En el cálculo intermensual, el volumen del comercio minorista descendió un 1,2 % en diciembre respecto a noviembre, y un 0,1 % respecto a 2017.

Parte de este descenso se debe a lo estudiado anteriormente a nivel macroeconómico. Sin embargo, según el informe “*2018 Deloitte Global Powers of Retailing Report ranking*”, esta desaceleración en el sector también se debe a la aparición de nuevas fuentes de competencia en el sector en los últimos años que está ejerciendo presión sobre los actores tradicionales. Para enfrentar estos desafíos, las empresas tradicionales se están viendo obligadas a replantear sus estrategias, en particular para incluir una mayor segmentación de la oferta. Un cambio clave en este sentido es el aumento de la “premiumización” del producto. Otra es la tendencia hacia los vínculos entre minoristas en línea y los tradicionales.

Además, desde la Asociación Española de Distribuidores, Autoservicios y Supermercados (Asedas) también justifican este deterioro en el sector por, lo que ellos llaman, “guerra de precios”, en la que las promociones y rebajas permanentes han tenido repercusiones negativas en los márgenes de muchas compañías. (Estudio alimentación en España 2018 de MERCASA, 21-12-2018; ASEDAS)

2.2.2 Los formatos comerciales

“A la hora de abordar la exigencia de precios competitivos, la estructura del modelo de distribución en España, cuyo pilar es el supermercado de proximidad, se define por una fuerte competitividad marcada por el equilibrio entre formatos y la fortaleza de diferentes tipos de cadenas”. (Conveniencia, calidad, variedad, precio y servicio: los cinco pilares de la demanda en alimentación, 14-03-2018; Asedas Prensa).

Los formatos comerciales se refieren a los establecimientos comerciales fijos dónde el público puede comprar diferentes productos de consumo. Así mismo, podemos identificar diferentes formatos comerciales en el sector de la distribución de alimentación, entre los que destacan:

Tabla 3, Principales formatos comerciales en el sector de la distribución de alimentación.

HIPERMERCADO	<ul style="list-style-type: none"> · Superficie de venta mayor a 2.500 metros cuadrados. · Localizados normalmente en áreas suburbanas
SUPERMERCADO	<ul style="list-style-type: none"> · Superficie entre 400 y 2500 metros cuadrados. · 70% de ventas provienen de productos de alimentación. · Localizados normalmente en áreas urbanas
SUPERMERCADO DESCUENTO	<ul style="list-style-type: none"> · Superficie de venta entre 300 y 900 metros cuadrados. · Surtido inferior a los 1000 productos. · Destacan las marcas blancas. · Precios bajos en la mayoría de los productos
TIENDAS DE CONVENIENCIA	<ul style="list-style-type: none"> · Pueden estar localizadas en gasolineras y áreas de servicio. · Máximo 400 metros cuadrados de superficie de venta.

Fuente: Elaboración propia en base a (CERDA, L.M. (2002): “Tipología y evolución de los centros comerciales”, en Distribución y Consumo, noviembre-diciembre, Madrid, pp 43-59.)

2.2.3 Principales operadores del sector de distribución minorista con base alimentaria

Según datos extraídos de Bloomberg, en España existe una concentración de mercado entre diez distribuidores, que controlan el 68,8% del total del gran consumo.

Mercadona es el líder del mercado con ingresos de más de 2.210.944 millones de euros, más de 1.600 tiendas y una cuota de mercado de 23%, seguido por Carrefour con una cuota de 8%, DIA con 7, 3%, Grupo Eroski con 5% y Lidl y Grupo Auchan con una participación de mercado de 4,9% y 3,5% respectivamente.

Tabla 4, Comparación de los principales operadores del sector de distribución minorista, 2017.

EMPRESA/ GRUPO	Establecimientos		Ingresos (M€)	2016	2017	chg yoy %
	Numero	Superficie (m2)		€/m2	€/m2	
ALDI SUPERMERCADOS	272	284.682	920	3.146	3.232	3%
LIDL SUPERMERCADOS	548	590.032	3.594	5.875	6.091	4%
EL CORTE INGLÉS	272	710.802	2.918	4.122	4.105	0%
AUCHAN	357	802.099	4.308	5.411	5.371	-1%
GRUPO EROSKI	1.302	1.169.285	4.492	3.612	3.842	6%
DIA, S A	3.494	1.573.542	4.021	2.545	2.556	0%
CARREFOUR	696	1.993.065	8.948	4.140	4.490	8%
MERCADONA	1.627	2.210.944	21.011	9.210	9.503	3%

Fuente: *Elaboración propia a partir de los datos publicados por las propias compañías y los datos proporcionados en el informe de Alimarket en octubre de 2018 (Distribución Alimentaria)*

DIA, por su parte, es el grupo que menos ventas por metro cuadrado obtiene aun siendo el tercer grupo que cuenta con más superficie comercial.

3. INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA: DIA

3.1 Descripción de la compañía

Parte de la información respecto a la historia y descripción de la compañía se ha obtenido de la página oficial de DIA Corporate: Distribuidora Internacional de Alimentación, así como de sus informes anuales y presentaciones a inversores. Además, a través de las prácticas realizadas en el fondo de inversión, se ha accedido a informes de brokers y plataformas como Bloomberg o FactSet.

Distribuidora Internacional de Alimentación, DIA, es una compañía internacional del sector de la distribución de alimentación, productos de hogar, belleza y salud.

La primera tienda operativa se inauguró en 1974, en Madrid. Con la apertura de este establecimiento DIA es la primera compañía en operar en España con el formato de “descuento”.

Desde 1974 hasta ahora, DIA ha enfocado su modelo de negocio en base a tres pilares estratégicos principalmente:

- 1. Ofrecer productos de primeras marcas y de marca propia** (cuenta con cerca de 8.000 referencias de productos en sus marcas propias).
- 2. Su apuesta por la franquicia**, un modelo operacional para gestionar el comercio de proximidad.
- 3. Su modelo de negocio multi-marca y multi-país** para una mejor adaptación a nivel regional en base a los requerimientos de los clientes.

Por ello, una de las claves del éxito de esta compañía reside la proximidad de sus tiendas, los precios bajos respecto a sus competidores y las franquicias, especialmente.

DIA es además una empresa cotizada desde el 5 de julio de 2011. El 2 de enero de 2012 pasó a formar parte del índice IBEX 35, hasta su expulsión en diciembre de 2018.

3.1.1 Formatos comerciales

Para una mejor adaptabilidad del negocio en función de las regiones y los requisitos de sus clientes, DIA cuenta con ocho formatos de tienda distintos:

DIA Market

Las tiendas de DIA Market cuentan con una superficie de ventas de entre 400 y 700 metros cuadrados.

Es un modelo de proximidad que cuenta con un surtido de productos amplio en el que destacan los productos perecederos.

DIA Maxi

Es la tienda que más metros cuadrados alcanza (1.000 metros cuadrados aproximadamente) y se suele situar en los alrededores de los centros urbanos. Este modelo ofrece una variedad de 3.500 productos de marca propia y nacional.

La Plaza de DIA

La Plaza de DIA ofrece un amplio surtido que supera las 5.000 referencias, en el que destacan los productos frescos. Este modelo abarca la idea de supermercado de proximidad y tradicional.

Max Descuento

Esta tienda, está enfocada en la venta a profesionales y autónomos de hostelería alimentación y que además cuenta con servicio de venta telefónica y pedidos por e-mail. Ofrece un surtido superior a las 4.000 referencias.

Clarel

Clarel vende a través de sus 6.000 referencias, productos de cuidado personal y de hogar, entre otros.

El Árbol

Las tiendas del Árbol destacan por su especialización en carnicería, pescadería y charcutería.

Cada DIA

Este formato comercial está ubicado principalmente en poblaciones rurales, en el que el franquiciado tiene la necesidad de transformar el establecimiento en una tienda con las características que la compañía exige. Se caracteriza por ser una tienda tradicional gestionada por el propio comerciante.

Minipreço

Minipreço es el formato con la que DIA opera en Portugal, tanto en centros urbanos como en las afueras de las ciudades. Esta tienda se caracteriza por la venta en mayor medida de productos de marca blanca de DIA.

Mais Perto

Es la tienda con la que DIA opera en Brasil. Las tiendas están gestionadas por franquiciados de la zona.

Dentro de los distintos formatos de tiendas, DIA controla sus tiendas bajo tres modelos de gestión:

Company Owned Company Operated (COCO)

Este tipo de tiendas se gestionan de forma patentada. Este fue el primer modelo de gestión DIA. Las ventajas de usar este modelo son la capacidad de probar nuevos conceptos antes de replicarlo en franquicias y, en segundo lugar, la fácil adaptabilidad al modelo de negocio. Casi todas las tiendas DIA Maxi son COCO, debido a la mayor complejidad de la administración.

Franchised Owned Franchised Operated (FOFO)

Ha crecido rápidamente y fue el modelo inicial de las franquicias. Este método ha sido cada vez más importante para el Grupo DIA porque brinda proximidad entre las franquicias y los clientes, brindando un servicio personalizado según las necesidades.

Company Owned Franchised Operated (COFO)

Un modelo implementado en 2009. A través de este modelo, DIA realiza la inversión inicial y luego la administración de la tienda pertenece al franquiciado.

3.1.2 Internacionalización

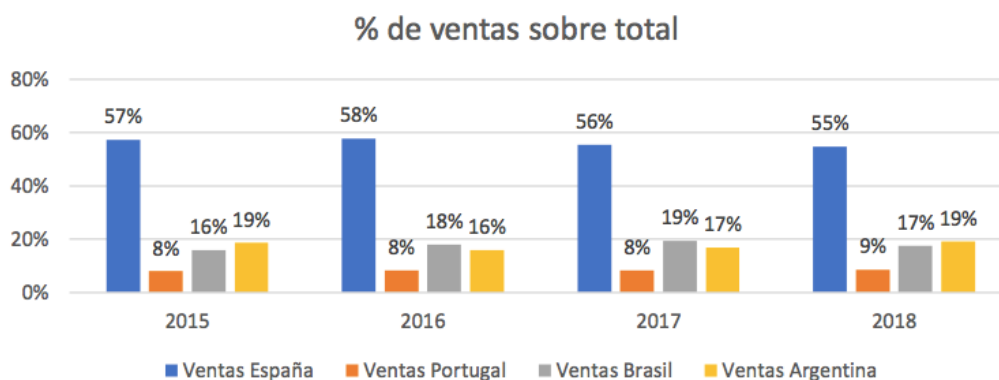
En 1993, DIA abre sus primeras tiendas en Portugal bajo la enseña de Minipreço, esta fecha indica el comienzo de su proceso de internacionalización. Luego siguió el proceso de internacionalización en Grecia, Turquía y Francia.

Sin embargo, en Grecia, las tiendas DIA pasaron a formar parte de Carrefour y Marinopoulos durante el año 2010. En Turquía, la compañía vendió sus tiendas a Yildiz Holding A.Ş. y SOK Marketler Ticaret A.Ş, en 2013, por €30,9 millones. En Francia, Carrefour compró las operaciones de DIA, que incluían 800 tiendas, por 600 millones de euros, en 2014.

La compañía siguió su expansión hacia los Mercados Emergentes, comenzando con la apertura de tiendas en Argentina en 1997. Hoy cuenta con 979 tiendas, propias y en franquicia.

En 2011, DIA inaugura su primera tienda en Brasil. Hoy cuenta con 1.172 tiendas propias y en franquicia.

Ilustración 2, Ventas por países 2018, DIA (% sobre total)



Fuente: *Elaboración propia a través de las cuentas anuales de 2018 consolidadas,*

Fuente: DIA Corporate.

A través del gráfico, vemos que entre 2015 y 2018, en España el porcentaje de ventas es el más elevado, entre un 58% y 55%, es dónde se centra el negocio mayormente. Brasil ocupa el segundo lugar, con entre un 19% y 17% de ventas sobre el total, Argentina con entre un 19% y 16% de ventas y finalmente Portugal con un 8% y 9% de ventas.

Así mismo podemos observar que la evolución de ventas por distribución geográfica no ha variado más de un 3% por país, lo que no es un cambio considerable.

3.1.3 Análisis, evolución de tiendas.

Según las cuentas anuales consolidadas, el grupo se divide en dos áreas geográficas principalmente, Iberia (España y Portugal) y Emergentes (Brasil y Argentina).

Siguiendo la división del grupo, en primer lugar, analizaremos las tiendas del segmento “Iberia” y en segundo lugar las del segmento “Emergentes”.

Tabla 5, Evolución del número de tiendas, variación anual.

	2015	2016	2017	2018
Total IBERIA	5.562	5.498	5.343	4.006
Total EMERGENTES	2.156	1.922	2.045	2.151
TOTAL GRUPO	7.718	7.420	7.388	6.157

Fuente: Elaboración propia.

En cuatro años cierran 1.561 tiendas. En Iberia las tiendas caen un 25% entre 2017 y 2018, cierran 1.556 tiendas en cuatro años, en Emergentes sin embargo aumenta el número de tiendas un 5% entre 2017 y 2018, aunque en cuatro años cierran 5 tiendas.

Tabla 6, Número de tiendas, Iberia

	2015	2016	2017	2018
Número de Tiendas				
Iberia				
COCO	3.348	3.095	2.876	1.826
Dia Market	991	938	810	
Dia Maxi	673	676	655	
La Plaza	520	355	306	
Clarel	1.164	1.126	1.105	
Cada dia / Mais Perto	0	0	0	
Franquicia	2.214	2.403	2.467	2.180
Dia Market	1.805	1.935	1.951	
Dia Maxi	90	101	118	
Clarel	31	107	146	
Cada dia / Mais Perto	288	260	252	
Total IBERIA	5.562	5.498	5.343	4.006

Fuente: *Elaboración propia*

Observando la evolución de las tiendas en Iberia, podemos destacar un cambio de tendencia. Las tiendas propias pasan de representar un 60% en 2015 a un 46% en 2018, una caída de un 14%. Por otro lado, las franquicias pasan a representar un 40% en 2015 a un 54% en 2018, un aumento del 14%.

El número de tiendas en Iberia cae un 25% entre 2018 y 2017, cierran 1.337 tiendas en sólo un año, sobre todo tiendas propias (1.050 tiendas menos).

Tabla 7, Número de tiendas, Emergentes

	2015	2016	2017	2018
Número de Tiendas				
Emergentes				
COCO	673	675	727	784
Dia Market	524	387	393	
Dia Maxi	149	288	334	
Cada Dia / Mais Perto				
Franquicia	1.483	1.247	1.318	1.367
Dia Market	1.391	1.051	1.102	
Dia Maxi	92	50	51	
Cada Dia / Mais Perto		146	165	
Total Emergentes	2.156	1.922	2.045	2.151

Fuente: *Elaboración propia.*

Analizando el número de tiendas en Emergentes entre 2015 y 2018, podemos destacar que las tiendas propias pasan a representar un 31% sobre el total en 2015 a un 36% en 2018, abren 111 tiendas en cuatro años. Por otro lado, cierran 116 franquicias en Brasil y Argentina, pasan a representar el 69% del total de tiendas en Emergentes a un 64%.

Pese a una caída del 8% de franquicias en cuatro años, siguen siendo el modelo de tienda mayoritario en Emergentes, representando un 64% sobre el total de tiendas frente a un 36% de tiendas propias.

3.1.4 Análisis, evolución de ventas.

Tabla 8, Ventas anuales, Iberia (en millones de euros).

	2015	2016	2017	2018
Ventas España	5.914	5.967	5.737	5.148
Ventas Portugal	824	848	853	808
Total Iberia	6.738	6.815	6.590	5.956

Fuente: *Elaboración propia*²

En Iberia disminuyen las ventas entre 2015 y 2016 un 0,1% y entre 2016 y 2017 caen un 11%, en España un 12% y en Argentina un 3%. En 2018 caen las ventas un 4%, un 4% en España, y un 5% en Portugal.

En Portugal, disminuye el espacio comercial con el cierre de 27 tiendas en 2018.

Tabla 9, Ventas anuales, Emergentes (en millones de euros).

	2015	2016	2017	2018
Argentina	1.922	1.643	2.934	1.795
Brasil	1.645	1.857	1.997	1.640
Total Emergentes	3.567	3.500	4.931	3.435

Fuente: *Elaboración propia*

² En las cuentas anuales consolidadas de 2015 del grupo no proporcionan el desglose de ventas netas de Iberia, por lo que no se ha podido analizar la evolución de ventas netas de España y Portugal entre 2015 y 2016

En Emergentes disminuyen las ventas entre 2015 y 2016 un 8% y entre 2016 y 2017 aumentan un 7%, en Brasil aumentan un 6% y en Argentina un 6%. En 2018 caen las ventas un 24%, un 30% en Argentina y un 18% en Brasil.

En Argentina, la caída del 30% de las ventas se debe principalmente a la depreciación del peso argentino y la caída del consumo privado, como hemos visto en la primera parte.

Por otro lado, la caída del 18% de ventas en Brasil se puede explicar por varios factores: en primer lugar, a depreciación del real brasileño, la huelga de transporte por carretera y el un entorno político inestable.

3.1.5 Análisis de Indicadores clave de rendimiento o Key Performance Indicator (KPI)

Los KPI son métricas utilizadas para analizar factores que se consideran cruciales para el éxito de una organización.³

Así mismo, analizaremos en este apartado la evolución de la cuota de mercado, las ventas por empleado, por metro cuadrado y su evolución en los últimos cuatro años y finalmente las ventas like-for-like.

a) Evolución cuota de mercado

La competencia en el sector se produce actualmente por varias vías: variedad de productos, de formatos, de canales, de precios, de modelos de negocio y cadenas de suministros. Además de la digitalización que está contribuyendo a una aparición de nuevos competidores, cómo es el caso de Amazon.

Según la consultora Kantar Worldpanel, DIA ha pasado de tener en España una cuota del 8,5% en julio de 2017 a un 7,6% en diciembre de 2018.

Dada la gran fragmentación del mercado de alimentación en España y la feroz competencia de Mercadona, líder en el mercado (con 24.7% de cuota de

³ El número de empleados por tienda, así como los metros cuadrados medio por tienda se han obtenido a través de David Peña Delgado, Investor Relations de Grupo DIA

mercado, muy por delante de Carrefour con 8.4%), la posición de DIA en España representa un reto.

Tabla 10, Evolución cuota de mercado de los principales competidores de DIA

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
MERCADONA	22,0%	22,7%	22,9%	24,1%	24,5%	24,9%
CARREFOUR	8,4%	8,5%	8,5%	8,7%	8,6%	8,3%
DIA	8,2%	8,6%	8,5%	8,5%	7,5%	7,6%
LIDL	3,2%	3,6%	4,1%	4,3%	4,4%	4,9%
EROSKI	6,4%	6,2%	5,8%	5,6%	5,6%	5,5%

Fuente: *Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la consultora Kantar Worldpanel 2018.*

b) Empleados por tienda

Tabla 11, Evolución empleados por tienda

Empleados por tienda	2015	2016	2017	2018
España	5,82	5,46	6,24	7,68
Portugal	5,98	6,26	5,79	6,70
Brasil	8,22	7,57	7,53	7,61
Argentina	5,69	5,45	4,88	4,60

Fuente: *Elaboración propia*

Analizando la evolución de empleados por tienda, en España entre 2017 y 2018 aumentan un 23% y en Portugal aumentan a su vez un 12%. En Brasil aumentan un 1%, sin embargo, en Argentina cae un 6%. Analizando la evolución los últimos cuatro años en

Emergentes, caen los empleados por tienda en Brasil y en Argentina un 7% y un 19% respectivamente.

c) Ventas por empleado

Tabla 12, Evolución ventas por empleado

Ventas por empleado	2015	2016	2017	2018
España	205,61	224,27	220,35	192,86
Portugal	221,61	217,49	233,90	226,71
Brasil	215,56	233,61	237,95	183,79
Argentina	399,52	345,45	385,02	398,71

Fuente: *Elaboración propia*

En España, caen las ventas por empleado un 12% entre 2017 y 2018 y un 3% en Portugal. En Brasil caen un 23% en un año. En Argentina sin embargo aumentan un 6%.

d) Ventas por tienda

Tabla 13, Evolución ventas por tienda

Ventas por tienda	2015	2016	2017	2018
España	1,20	1,22	1,37	1,48
Portugal	1,33	1,36	1,35	1,52
Brasil	1,77	1,77	1,79	1,40
Argentina	2,27	1,88	1,88	1,83

Fuente: *Elaboración propia*

A través de la tabla superior, se observa un incremento de ventas por tienda entre 2017 y 2018 en Iberia, un 0,15% en España y un 24% en Portugal. Del mismo modo se observa un crecimiento en Brasil de 24% en un año. Por otro lado, en Argentina descienden las ventas por tienda un 22%.

e) Análisis de ventas comparables (Like-for-like)

El crecimiento de ventas comparables representa la tasa crecimiento de las ventas brutas a divisa constante en espacio de venta determinado y por un periodo superior a un año. El cambio se informa en porcentaje anual.

Este KPI está impulsado principalmente por la inflación de los alimentos, el crecimiento del PIB y el entorno competitivo. También se ve influenciado por la inversión en planes de remodelación en tiendas e inversión en nuevas tiendas.

La media de ventas comparables del sector de distribución de alimentación en Europa en 2017 fue del 3,5% y 3,2 en Latam, mientras que la compañía DIA registraba unas ventas comprables de -4,9%.

Iberia

Las ventas like-for-like pasan a representar 2% a un -3% en Iberia durante 2018 y 2019, debido a las condiciones macroeconómicas mencionadas anteriormente, el cierre de tiendas, y la fuerte competencia.

Emergentes

En los mercados emergentes de Argentina y Brasil, el crecimiento de los ingresos en 2018 y 2019 en términos de ventas comparables fue estable en términos generales, la compañía justifica este resultado debido a una mejor contribución al espacio y mejoras en la cadena de suministro. Sin embargo, el real brasileño y el peso argentino se han depreciado muy significativamente frente al euro (que es la moneda de reporte de DIA), lo que ha influido en los resultados y significativamente en las ventas like-for-like.

Tabla 14, Crecimiento de ventas Lfl 1T2019

	ene-19	feb-19	mar-19	1T-2019
Ventas Lfl	-2%	-3%	-8%	-4%

Fuente: Elaboración propia

La compañía ha publicado los datos referentes a las ventas comparables del primer trimestre de 2019, como muestra la tabla superior. Los resultados muestran la tendencia negativa del negocio, siendo el resultado del grupo del primer trimestre -4%.

4. COTIZACIÓN, DIA EN EL IBEX 35

4.1 Evolución del valor de la acción

Desde el 5 de julio de 2011, DIA cotiza en la bolsa de valores de Madrid y participa en el IBEX 35. La compañía comenzó a cotizar con un precio por acción de 3,50 €, que valoraba a DIA en €2,378 millones.

Ilustración 3, Evolución cotización de DIA, 2011-2018



Fuente: Investing.com 20/05/2019

El gráfico superior muestra la evolución del precio de la acción de DIA desde su salida a bolsa en 2011 hasta su expulsión en diciembre de 2018.

Podemos observar que desde su máximo histórico (7,63 eur/acción), la acción cae más de un 90% llegando a cotizar a 0,38 eur/acción en diciembre de 2018. Como podemos observar en el gráfico superior, la acción de DIA ha evolucionado por debajo del IBEX 35 y STOXX Europe 600 Retail.

4.2 Expulsión IBEX 35

El IBEX 35 representa los 35 valores más líquidos del mercado bursátil español. La gestión de este índice está a cargo del Comité Asesor Técnico, quien decide que valores pueden permanecer o no en el IBEX 35 en función de la liquidez, número de acciones en circulación, volatilidad, pudiendo excluir a una compañía si su capitalización media

es inferior al 0,3% de todo el Ibex. (Fuente: Normas Técnicas para la Composición y el Cálculo por las que se rigen los Índices calculados por Sociedad de Bolsas, S.A-03/2018)

El Comité Asesor Técnico (CAT) comunicó el 10 de diciembre de 2018 que expulsaba a la compañía del Ibex “por su baja capitalización” (287 millones; 0,46 eur/acción), así mismo DIA abandonó su lugar en el IBEX 35 el 24 de diciembre de 2018.

Tabla 15, Evolución de las principales magnitudes financieras de DIA, 2015-2018

	2015	2016	2017	2018
Capitalización * (Miles de Euros)	3.388.653	2.903.760	2.678.430	287.264
Nº de acciones (x 1.000)	622.457	622.457	622.457	622.457
Precio cierre período (euros)	5,444	4,665	4,303	0,4615
Último precio período (euros)	5,444	4,665	4,303	0,4615
Precio máximo período (euros)	7,697	5,8	6,414	4,818
Precio mínimo período (euros)	4,939	4,151	3,86	0,3301

Fuente: *Elaboración propia a través de los datos obtenidos en la Bolsa de Madrid*

4.3 Introducción al Fondo de inversión Letterone

Letterone es un fondo de inversión que opera a nivel internacional desde el año 2013. El capital social de Letterone es de EUR 12.500 y está representado por 1.250.000 participaciones sociales. Su cartera se compone de activos centrados en Energía (L1 ENERGY), tecnología (L1 TECHNOLOGY), salud (L1 HEALTH) y comercio al por menor (L1 RETAIL).

A través de la página web corporativa de Letterone (www.letterone.com) y de informes de los últimos dos años publicados por la CNMV se han obtenido los siguientes datos en cuanto a su negocio L1 Retail:

Actualmente han invertido en el sector un total de \$ 2 mil millones de capital. Cuentan

en su portafolio con dos cadenas de supermercados:

En 2017, adquirieron el 100% de **Holland & Barrett** por £ 1,77 bn de los cuales £ 825 m fueron financiados por deuda senior, coordinado por Citi, HSBC, UBS, Societe Generale y Barclays.

El 28 de julio de 2017, Letterone adquirió una participación inicial de 3% en **DIA**, convirtiéndose en un inversor minoritario tras adquirir 18,7 millones de acciones cuando cotizaban a 5,70 euros. (valoradas en 97,05 millones de euros). Posteriormente, incrementó su participación en enero de 2018 a través de un “acuerdo colateralizado” de 43,6 millones de acciones ordinarias, equivalentes al 7% del capital de la compañía (valorado en 226,2 millones de euros). Alcanzó el 15% del capital (93,4 millones de euros) a finales de enero, cuando las acciones cotizaban a 4,60 euros. A mediados de enero, firmó un acuerdo para la adquisición a plazos de otros 62,2 millones de títulos, equivalentes a un 10% del capital de la sociedad, alcanzando el 25% del capital (un 15% en derechos reales de voto y otro 10% en instrumentos financieros). El viernes 28 septiembre de 2018 Letterone informa en un comunicado a la CNMV que controla ya el 29% del capital de DIA.

4.3.1 OPA sobre DIA

Letterone anuncia una oferta voluntaria por la totalidad de las acciones de DIA que no controla por esas fechas (441.937.819 acciones representativas del 70,999% de su capital social) a 0,67 eur/acción el 4 de febrero de 2019.

Tabla 16, Evolución de la OPA sobre DIA

	Precio por acción	Numero de Acciones	Total desembolsado	Prima respecto al precio ofrecido a través de la OPA
Precio Opa	0,67	441.937.819	296.098.339	
Precio de cotización de las acciones al cierre de mercado del 4 de febrero de 2019	0,43	441.937.819	190.033.262	56%
Precio medio ponderado por volumen-para el periodo de un mes finalizado el 4 de febrero de 2019	0,44	441.937.819	194.452.640	52%
Precio medio ponderado por volumen- para el periodo de tres meses finalizado el 4 de febrero de 2019	0,56	441.937.819	247.485.179	20%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos obtenidos del “texto del anuncio previo a la solicitud de autorización para la formulación de una oferta pública de adquisición” por la CNMV el 5 de febrero de 2019.

Como podemos ver en el cuadro superior la cantidad total máxima que anunció Letterone que desembolsaría sería de 296.098.339 euros. El Precio de EUR 0,67 por acción ofrecido por Letterone representa una prima del 56,1% respecto del precio de cotización de las acciones de DIA el 4 de febrero de 2019, una prima de un 52% respecto del precio medio ponderado por volumen de las acciones para el periodo de un mes finalizado el 4 de febrero, y una prima del 20% del precio medio ponderado por volumen de las acciones para el periodo de tres meses finalizado el 4 de febrero de 2019.⁴

La efectividad de la oferta está condicionada a

1. La aprobación de la OPA por parte de la CNMV y de las autoridades de defensa de la competencia (Comisión Europea y Consejo Administrativo de Defensa Económica de Brasil).
2. Que no se amplíe capital antes de la conclusión de la OPA voluntaria.

Después de tres meses desde el anuncio de la OPA, finalmente es aceptada por la CNMV el 17 de mayo de 2019. Letterone a través de la CNMV, lanza un comunicado el 17 de mayo en el que aclara su compromiso de obtener el aumento de capital de 500 millones de euros para alcanzar una estructura de capital viable a largo plazo para DIA. A partir de ese momento Letterone pasa a poseer el 69,76% de la compañía.

(<https://www.makediaachampion.com/media/1072/hr-dia-170519-eng.pdf> 17/05/2019)

⁴ Los datos referentes a la OPA han sido extraídos del “texto del anuncio previo a la solicitud de autorización para la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. por L1R Invest1 Holdings S.à r.l.” el 5 de febrero de 2019 por la CNMV.

Letterone ha comunicado que la recapitalización es una condición imprescindible para la recuperación de la compañía, sin embargo, ha declarado que la situación de DIA requiere más que sólo capital. Así mismo Letterone ha elaborado un “Plan de transformación” el cual se espera que dé resultados en un periodo de cinco años:

- vender los negocios Clarel y Max Descuento
- contratar nuevos líderes y fomentar el talento
- modificar la estrategia de red de tiendas
- implementar una nueva propuesta de valor
- modificar promociones y precios
- invertir en marketing y marca propia

5. VALORACIÓN FINANCIERA

Toda la información financiera de DIA se ha obtenido a través de su página web corporativa, en la que cada año tiene la obligación de depositar sus cuentas. Han sido analizados todos los datos necesarios para calcular los ratios, el método DCF y los múltiplos de compañías cotizadas comparables.

El balance y la cuenta de resultados se adjuntan en el anexo 6.

Para los múltiplos del método de empresas cotizadas comparables, se ha encontrado toda la información necesaria en las cuentas anuales de DIA, Bloomberg (Anexo 7) e informes de brokers.

5.1 Deuda neta

Como podemos observar en la tabla adjunta a continuación, la posición de la deuda neta de DIA ha aumentado en torno a un 18% entre los resultados remitidos el 31 de diciembre de 2018 y el primer trimestre de 2019. Incluyendo la deuda que DIA tiene fuera de balance, su deuda se situaría en 1.991,2 millones de euros a finales del primer trimestre de 2019. Así mismo, esta situación sitúa a la compañía con una ratio de deuda neta sobre EBITDA de 5,5x, siendo muy superior a 2,6x, que representa la media de compañía comparables.

Tabla 17, Deuda financiera neta fuera y dentro de balance (2017-1T2019)

Deuda Neta Ajustada (m€)	2017	2018	1T 2019
Obligaciones y bonos	892,6	590,4	
Créditos sindicados	-	254,2	
Préstamos hipotecarios	0,8	-	
Otros préstamos bancarios	30,8	15,0	
Acreeedores por arrendamientos financieros	26,2	19,8	
Dispuesto líneas de crédito	-	27,2	
Fianzas y depósitos recibidos	11,1	12,1	
Otros pasivos financieros no corrientes	0,3	0,4	
Deuda financiera a largo plazo	961,9	919,1	
Obligaciones y bonos	6,0	311,4	
Préstamos hipotecarios	0,6	-	
Otros préstamos bancarios	209,3	119,1	
Otros pasivos financieros	25,7	4,5	
Acreeedores por arrendamientos financieros	10,5	9,1	
Créditos sindicados	-	124,4	
Dispuesto líneas de crédito	65,8	184,0	
Intereses vencidos	0,1	7,2	
Fianzas y depósitos recibidos	2,8	3,5	
Derivados	4,3	5,8	
Otras deudas con empresas del Grupo	-	0,5	
Otros pasivos corrientes	4,7	2,9	
Deuda financiera a corto plazo	330,0	772,4	
Caja y equivalentes	(346,5)	(239,8)	
Deuda Financiera Neta reportada (en Balance)	945,4	1.451,6	1.702,0
Otros pasivos financieros no corrientes	2,5	2,3	2,3
Pasivos por impuesto sobre ganancias corrientes	7,6	0,7	0,7
Otros pasivos financieros corrientes (exc. deudas	143,0	106,2	106,2
Provisiones	44,1	45,9	45,9
Otras partidas consideradas como deuda	197,1	155,1	155,1
Activos por impuestos no corrientes	(33,2)	(43,9)	(43,9)
Activos por impuesto sobre ganancias corrientes	(3,5)	(10,1)	(10,1)
Inversiones contabilizadas por el método de la	(0,4)	(9,2)	(9,2)
Cuenta corriente con empresas asociadas	-	(2,6)	(2,6)
Otras partidas consideradas como caja y	(37,2)	(65,8)	(65,8)
Deuda Neta Ajustada (en Balance)	1.105,4	1.540,9	1.791,3
Total Factoring	99,6	126,4	-
Total Confirming	367,3	199,9	199,9
Deuda Neta Ajustada (dentro y fuera de Balance)	1.572,3	1.867,2	1.991,2

Fuente: elaboración propia en base a las cuentas anuales auditadas de DIA.

5.2 Evolución del rating

En febrero de 2019, Standard & Poor's, la agencia de calificación global, rebajaba el rating de la compañía. La agencia justificaba su decisión por el riesgo de insolvencia de la compañía y por los planes poco realistas, propuestos por el fondo de inversión Letterone. Se trataba de la cuarta vez que la agencia rebajaba la calificación crediticia de la compañía en tan sólo un año (cómo refleja la ilustración adjunta a continuación).

Ilustración 4, Evolución Yield To Maturity (YTM) de los bonos de DIA



Fuente: Bloomberg y análisis DUFF&PHELPS

5.3 Análisis de los estados financieros

El análisis de los estados financieros nos permite percibir las características de la compañía mediante el uso de métricas que traducen la forma en que se administra la compañía.

Realizamos este análisis utilizando datos históricos entre 2014 y 2018. Las métricas utilizadas ofrecen una visión completa de las ventas y márgenes de la empresa, la rentabilidad, la liquidez, la solvencia, la estructura de capital y la política de dividendos.

5.3.1 Ratios

Analizaremos el balance y la cuenta de resultados para ver su evolución y para calcular los ratios más relevantes. Es muy interesante comparar sus cuentas a través de los años para poder analizar si se están desempeñando en una dirección positiva o negativa.

- **El Margen de Beneficio Bruto.** “mide la cantidad de beneficio bruto generado por cada euro de ingresos”. (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

Tabla 18, Evolución margen sobre beneficio

P&L	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Ventas brutas	9.400	10.547	12%	10.314	-2%	11.521	12%	9.390	-18%
Ventas netas	7.906	8.835	12%	8.757	-1%	8.062	-8%	7.154	-11%
Otros ingresos	105	91	-13%	111	22%	156	41%	135	-14%
Coste de ventas	-6.245	-6.928	11%	-6.835	-1%	-6.449	-6%	-5.724	-11%
Margen	22%	22%	2%	23%	2%	25%	10%	21%	-15%

Fuente: *Elaboración propia*

Así mismo, se observa una caída del margen de un 15% respecto al año pasado pese a haber reducido un 11% el coste de ventas en el mismo periodo, esta caída del margen se debe a la caída de ventas del 18% entre 2017 y 2018.

Margen de beneficio bruto DIA 2018: 21%

Margen de beneficio bruto Mercadona 2018: 25%⁵

Comparando el margen de DIA con el de Mercadona del mismo año vemos una diferencia del 4%, lo que indica que en este sentido el negocio de Mercadona es más atractivo frente al de DIA, además de reflejar “una mayor rentabilidad y, por lo tanto, es generalmente más deseable, aunque las diferencias en los márgenes de distintas empresas reflejan diferencias en las estrategias de las mismas”. (Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A. (2015). International financial statement analysis. John Wiley & Sons.).

- Procederemos calculando el **Margen EBITDA**

Tabla 19, Evolución margen EBITDA

	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Margen EBITDA	6,4%	5,5%	-14%	6,3%	14%	5,8%	-7%	3,4%	-41%

⁵ Dato obtenido a través de “*Mercadona marca la diferencia en un sector muy competitivo*” *El Pais*, 13 de marzo de 2019 “Los autores son columnistas de Reuters Breakingviews”.

Fuente: *Elaboración propia*

Entre 2017 y 2018 el margen EBITDA de DIA ha caído un 41%. Esto se debe además de a la caída de ventas, al aumento de coste de alquiler del 1% y de otros gastos de explotación del 5%, que la compañía declara cómo “provisiones medioambientales”, aunque no ofrece un desglose de los mismos.

- **Ratio de Liquidez Ajustada**

Es una proporción de liquidez que "refleja la posición de una empresa en un momento determinado y, por lo tanto, generalmente usa la fecha del balance final en lugar de los promedios". (Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, International Financial States Analysis, Investment Series).

Ratio de liquidez ajustada DIA 2018: 0,50

El resultado es inferior a 1, indica que no “existe un capital corriente positivo y la imposibilidad de la empresa de convertir sus inversiones a corto plazo en tesorería en una cuantía suficiente para atender los vencimientos a corto plazo de sus deudas”. (Mustarós, S. L., NOGUER, M. F., Comalat, J. C. F., & Tarrés, J. R. (2013). Una nueva ratio sectorial. La ratio de retorno líquido. *Cuadernos del CIMBAGE*, (15).)

- **Ratio de acid- test**

El cálculo de la ratio de prueba es muy útil a la hora de analizar “la capacidad de absorción del endeudamiento de la empresa en momentos de inestabilidad”. Sin embargo, no existe un resultado ideal, aunque lo óptimo es que se sitúe por debajo de 1 pero cercano al valor. Esto indicaría que existe “estabilidad financiera a corto plazo para la empresa, considerando que la parte restante podrá obtenerse con los recursos obtenidos con las ventas dentro del periodo”. (Mustarós, S. L., NOGUER, M. F., Comalat, J. C. F., & Tarrés, J. R. (2013). Una nueva ratio sectorial. La ratio de retorno líquido. *Cuadernos del CIMBAGE*, (15).)

Ratio de acid-test DIA 2018: 0,21

El resultado refleja la debilidad de DIA para hacer frente a sus pagos a corto plazo.

- **Promedio medio de pago a proveedores**

Es un índice de actividad y se utiliza para ver cuánto tiempo le lleva a una empresa pagar a sus proveedores.

Promedio medio de pago de DIA: 103,8

El periodo medio de pago a proveedores es bastante alto, entre 103 y 104 días, lo que se traduce cómo el importante poder negociador que DIA tiene sobre sus proveedores.

- **Promedio medio de cobro a clientes.**

Es un índice de actividad que calcula cuántos días tarda la compañía en cobrar de sus deudores.

Promedio medio de cobro de DIA: 12,9

El periodo medio de cobro de DIA es muy bajo, aproximadamente 13 días, esto indica que gran parte de las ventas se realizan al contado.

Tabla 20, Evolución periodo medio de cobro y pago

	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Periodo medio de cobro	14,4	14,0	-3%	13,8	-1%	13,1	-5%	12,9	-2%
Periodo medio de pago	107,2	88,4	-18%	96,5	9%	103,5	7%	103,8	0%

Fuente: *Elaboración propia*

Así mismo observamos que el periodo medio de pago es superior al de cobro, lo que indica que DIA cobra antes de pagar y por lo tanto que los proveedores financian parte de las inversiones a corto plazo y a largo plazo.

- **Ratio de eficiencia**

Determina el estado de salud de la compañía, ya que relaciona los costos operativos y los ingresos a los que se ha enfrentado.

Tabla 21, Evolución Ratio de eficiencia

	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Ratio de eficiencia	63,5%	80,2%	26%	80,7%	1%	83,3%	3%	93,4%	12%

Fuente: *Elaboración propia*

La ratio de eficiencia de DIA refleja la pérdida de eficiencia de la compañía, en sólo un año la ratio ha aumentado un 12% y un 47% en 5 años.

- **Endeudamiento a corto plazo:**

Calcula el apalancamiento a corto plazo de la empresa. Vincula sus pasivos corrientes con su patrimonio.

Tabla 22, Evolución endeudamiento a corto plazo

	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Ratio de endeudamiento a corto plazo	5,9%	6,8%	16%	6,1%	-11%	9,6%	59%	-14,9%	-255%

Fuente: *Elaboración propia*

Endeudamiento a corto plazo de DIA 2018: -14,9

El endeudamiento a corto plazo de DIA en 2018 es negativo, esto se debe a que su patrimonio neto es negativo en este periodo. En 2017, esta ratio se situaba en 9,6%, el importe de sus deudas era aproximadamente el 10% de su patrimonio neto.

DIA no cuenta con la suficiente liquidez como para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

- **Endeudamiento a largo plazo:**

Es una relación financiera que calcula el apalancamiento a corto plazo de la empresa.

Relaciona sus pasivos no corrientes con su patrimonio.

Tabla 23, Evolución endeudamiento a largo plazo

	2014	2015	Var 14/15	2016	Var 15/16	2017	Var 16/17	2018	Var 17/18
Ratio de endeudamiento a largo plazo	1,7%	3,2%	90%	3,0%	-7%	3,9%	33%	-5,8%	-248%

Fuente: *Elaboración propia*

Endeudamiento a largo plazo de DIA 2018: -5,8

El resultado de 2018 refleja que las pérdidas acumuladas de DIA son superiores a sus fondos propios. Por lo tanto, la totalidad de la financiación a largo plazo de DIA es ajena.

Como hemos analizado el apalancamiento tanto a largo como a corto plazo, podemos llegar a una conclusión: DIA enfrenta una enorme deuda y no dispone de la liquidez suficiente para financiarla.

- **Endeudamiento bancario a corto plazo:**

Razón financiera que mide la relación entre las deudas bancarias que una empresa tiene a corto plazo y el monto de su patrimonio.

Endeudamiento bancario a corto plazo de DIA 2018: -4,65

- **Endeudamiento bancario a largo plazo:**

Es la proporción financiera que mide la relación entre las deudas bancarias que una compañía posee a largo plazo y el monto de su patrimonio.

Endeudamiento bancario a largo plazo de DIA 2018: -5,53

- **Apalancamiento financiero:**

Es la proporción financiera que mide la relación entre las deudas bancarias totales de una empresa y su patrimonio.

Apalancamiento financiero de DIA 2018: -10,19

El resultado es negativo, lo que indica que “la tasa de rendimiento sobre los activos es inferior a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos”

(Masgrau, E. G. (2005). El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del

endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa. *Revista de contabilidad y dirección*, 2, 71-91.)

- **Equity/ Debt**

Patrimonio / Deuda de DIA 2018: 0,10

A través del cálculo de estas ratios se refleja el elevado apalancamiento financiero de la compañía. Los niveles de endeudamiento en relación a su patrimonio neto ponen en riesgo su solvencia y podría llevar a una ampliación de capital o una reestructuración de la deuda.

5.3.2 Método DCF:

Procederemos a calcular el DCF. Hay cuatro pasos que se deben seguir ya que es un método analítico. (Fernández, Valoración de empresas 2015).

- Primer paso: analizamos las ventas de la compañía DIA para establecer una tasa de crecimiento hipotética para los años siguientes.

Según las cuentas anuales consolidadas de DIA, se han analizado las ventas de los últimos cinco años. A través de la tabla se observa cómo DIA ha enfrentado pérdidas en los últimos cuatro años. Un promedio de la tasa de crecimiento de los años 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018 (que se muestra en la siguiente Tabla), daría un resultado negativo, lo que no estaría en línea con anunciado por la propia compañía en su nuevo plan estratégico.

Tabla 24, Evolución tasa de crecimiento de ventas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	8.011	8.926	8.868	8.621	7.289
Tasa de crecimiento		11%	-1%	-3%	-15%

Fuente: *Elaboración propia*

Así mismo, a través de las proyecciones del Consenso de Analistas de Dia, que asumen una tasa de crecimiento de ventas negativa para 2019, pero que se recupera en el periodo de 2010-2022 (con una tasa de crecimiento media del 2,3%).

Asumiremos una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2%.

- Segundo paso: una vez que calculamos la tasa de crecimiento de las ventas, debemos analizar sus costos. Vamos a suponer que son iguales a su tasa de crecimiento anual estimada en el paso anterior. En conclusión, el crecimiento de los costos de DIA será del 2%.
- Tercer paso: los costos de amortización también deben eliminarse del EBITDA para obtener el EBIT.
- Cuarto paso: los gastos financieros de ambas compañías también se restan del EBIT. Obtenemos entonces el beneficio antes de impuestos.
- Quinto paso: una vez que deducido los costos, asumimos que los impuestos son iguales a la media del Tipo Impositivo de Sociedad Local de los cuatro países en los que DIA está presente:
España (25%); Portugal (26,7%), Brasil (34%) y Argentina (25%). El resultado sería 28%. Se obtiene entonces el beneficio neto.
- 6to paso: Para calcular el FCF, debemos agregar el costo de amortización al beneficio neto calculado en el paso anterior.
- 7º Paso: En el cálculo mencionado, los gastos de capital (inversiones de capital en los bienes que generan ganancias para una empresa) y los cambios en el capital de trabajo neto (pagos a proveedores) también deben determinarse para restarlos y estimar nuestro FCF.

Cambios en NET WORKING CAPITAL

DIA es una empresa que opera en el sector minorista, lo que significa que debe incurrir en costos que permitan el correcto funcionamiento de la misma. Por ejemplo, tiene que pagar a los productores de alimentos de su marca blanca.

Suponemos que DIA gasta una cantidad de dinero vinculada a sus ingresos.

La fórmula utilizada para calcular el NET WORKING CAPITAL será:

$$NWC = \text{Current assets} - \text{Current liabilities}$$

Utilizando la información provista en el anexo, su capital de trabajo neto es de € -1.186 millones en 2017 y € -1.397 millones en 2018. Por lo tanto, los cambios de DIA en el capital de trabajo neto son € -211 millones. Como el resultado es negativo, la empresa

no puede cubrir sus obligaciones a corto plazo con sus activos a corto plazo. Hemos asumido que el crecimiento anual de DIA será del 2%, por lo que sus cambios en el capital de trabajo neto también crecerán un 2% anual.

Tabla 25, Evolución activos y pasivos corrientes

	2017	2018
Activos corrientes	1.235	1.050
Pasivos corrientes	2.420	2.447

Fuente: *Elaboración propia*

VALOR RESIDUAL

Asumimos que nuestras DIA compañías no desaparecerá o detendrá sus actividades de producción, al menos, en los años de nuestras proyecciones. Así mismo, calcularemos su valor residual siguiendo el método de perpetuidad (Fernández, Métodos de Valoración de Empresas, 2008).

Es uno de los métodos más comunes a la hora valorar una empresa. Asumimos que la vida de nuestra empresa es ilimitada. La fórmula es la siguiente:

$$VR = \frac{FCn (1 - gr)}{(WACC - gr)}$$

Donde FCFN refleja el Flujo de efectivo libre del último año considerado en nuestra proyección. En este caso, será el FCF del año 2022. La tasa de crecimiento anual será igual o menor que el PIB. Asumimos que el gr será del 2% para DIA.

WACC

Hemos llegado a uno de los pasos más importantes a la hora de valorar una compañía, el cálculo de la tasa de descuento. Cuando realizamos el cálculo por el método DCF, estamos hablando del famoso WACC (costo promedio ponderado del capital). El WACC, refleja el riesgo que tiene una empresa, es la tasa de descuento para los flujos de efectivo futuros utilizados para valorar un proyecto de inversión o una empresa.

La fórmula utilizada para calcularlo es:

$$WACC = [k_e \times \left(\frac{E}{E + D}\right)] + k_d \times (1 + t) \times \left(\frac{D}{E + D}\right)$$

El costo de la deuda con las instituciones financieras es menor en comparación con el costo del patrimonio. Los accionistas asumen un mayor riesgo al invertir en una empresa, son los últimos que recaudan dinero de la distribución de dividendos. Una empresa no tiene la obligación de distribuir beneficios a sus inversores. No tienen seguridad y eso explica el riesgo real de ello. Por otro lado, los ingresos que pueden obtener cuando se lleva a cabo la distribución son muy altos, recibirán una cantidad considerable de dinero que pueden reinvertir en la empresa.

El costo de la deuda puede definirse como los intereses que una empresa debe pagar a los bancos por el dinero prestado. Es la cantidad que una empresa debe a las instituciones financieras. El cálculo para obtener el costo de la deuda será:

$$K_d = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Total deuda del último año}}$$

El costo del capital es la cantidad de dinero que los inversionistas esperan recibir de la compañía. Usaremos el Modelo de Precios de Activos de Capital (CAPM) para calcularlo:

$$K_e = R_f + b * (R_m - R_f)$$

El "Rf" no tiene riesgos, explica que existe una opción de inversión sin riesgo. Es una métrica teórica explicativa, ya que existe siempre riesgo incluso para la deuda soberana (existe la posibilidad de incumplimiento del país).

La prima de riesgo de mercado (Rm-Rf) siempre es alrededor del 6% o 7%, se multiplica por b. Beta, vincula la volatilidad de la empresa con el mercado. En nuestra evaluación, vincula la volatilidad de DIA con el mercado de alimentación. También puede explicarse por el riesgo que asumimos al invertir en el mercado analizado. Como DIA es una empresa que ya no cotiza, utilizaremos la última versión de beta disponible en Bloomberg.

$DIA = 0,87$.

Cálculo WACC

Tenemos toda la información necesaria, por lo que podemos calcular el valor presente de la empresa utilizando, por supuesto, la tasa de descuento (WACC).

$$PV = \frac{CF1}{(1 + WACC)^1} + \frac{CF2}{(1 + WACC)^2} + \frac{CF3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{CFn}{(1 + WACC)^n}$$

VALORACIÓN FCL:

Considerando nuestro escenario de crecimiento anual para DIA:

Tabla 26, Calculo de Flujos de Caja Libre

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total ventas	8.217,7	7.289,0	7.143,1	7.306,7	7.804,4	8.492,4	9.316,7	9.956,4	10.296,2	10.477,9
% crecimiento	n.a.	-11,3%	-2,0%	2,3%	6,8%	8,8%	9,7%	6,9%	3,4%	1,8%
coste de ventas	(6.367,4)	(5.719,3)	(5.727,7)	(5.766,4)	(6.094,5)	(6.628,2)	(7.252,9)	(7.748,0)	(8.011,6)	(8.152,8)
% s/ ventas	-77,5%	-78,5%	-80,2%	-78,9%	-78,1%	-78,0%	-77,8%	-77,8%	-77,8%	-77,8%
Margen Comercial - Grupo	1.850,3	1.569,7	1.415,4	1.540,3	1.709,8	1.864,2	2.063,8	2.208,4	2.284,6	2.325,1
% Margen Comercial	22,5%	21,5%	19,8%	21,1%	21,9%	22,0%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
(-) Costes de Personal	(743,5)	(649,3)	(666,8)	(671,2)	(716,5)	(781,3)	(847,5)	(907,6)	(939,1)	(955,8)
% s/ Ventas	-9,0%	-8,9%	-9,3%	-9,2%	-9,2%	-9,2%	-9,1%	-9,1%	-9,1%	-9,1%
(-) Otros Gastos	295,8	(286,4)	(302,0)	(305,4)	(325,2)	(352,4)	(385,0)	(410,5)	(424,2)	(431,6)
% s/ Ventas	3,6%	-3,9%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%
EBITDAR Ajustado - Grupo	811,0	634,0	446,6	563,7	668,1	730,4	831,3	890,3	921,3	937,6
% Margen EBITDAR Ajustado	9,9%	8,7%	6,3%	7,7%	8,6%	8,6%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
(-) Costes de Arrendamiento	(292,5)	(296,1)	(291,2)	(294,0)	(297,0)	(312,6)	(328,9)	(335,1)	(341,2)	(347,3)
% s/ Ventas	-3,6%	-4,1%	-4,1%	-4,0%	-3,8%	-3,7%	-3,5%	-3,4%	-3,3%	-3,3%
EBITDA Ajustado - Grupo	518,5	337,9	155,4	269,6	371,2	417,8	502,4	555,3	580,1	590,4
% Margen EBITDA Ajustado	6,3%	4,6%	2,2%	3,7%	4,8%	4,9%	5,4%	5,6%	5,6%	5,6%
(-) Otros no Recurrentes	(223,7)	(232,7)	(240,8)	(241,2)	(255,5)	(269,7)	(283,4)	(296,4)	(310,4)	(261,9)
EBIT Ajustado - Grupo	294,8	105,2	(85,4)	28,4	115,7	148,1	219,0	258,8	269,7	328,4
% Margen EBIT Ajustado	3,6%	1,4%	-1,2%	0,4%	1,5%	1,7%	2,4%	2,6%	2,6%	3,1%
(-) Otros no Recurrentes		(199,7)	(101,3)	(64,1)	(52,0)	(25,0)	(15,0)	-	-	-
EBIT - Grupo		(94,5)	(186,7)	(35,7)	63,7	123,1	204,0	258,8	269,7	328,4
% Margen EBIT		-1,3%	-2,6%	-0,5%	0,8%	1,4%	2,2%	2,6%	2,6%	3,1%
(-) Impuestos			(5,2)	(9,6)	(17,3)	(32,6)	(54,3)	(69,0)	(72,0)	(86,7)
NOPAT - Grupo			(191,9)	(45,3)	46,4	90,5	149,7	189,8	197,7	241,8
(+) Depreciación			240,8	241,2	255,5	269,7	283,4	296,4	310,4	261,9
(+) Deterioros y Otros (no caja)			17,3	16,6	17,0	-	-	-	-	-
(-) CAPEX			(195,0)	(346,4)	(354,5)	(361,0)	(367,8)	(346,4)	(308,0)	(261,9)
(-) Inversión en Capital Circulante			(4,8)	(1,5)	15,5	29,2	36,5	28,5	15,5	8,7
Flujo de Caja Libre (FCL) - Grupo			(133,6)	(135,4)	(20,1)	28,4	101,7	168,3	215,6	250,5

Fuente: *Elaboración propia*

Tenemos que calcular el WACC con la fórmula explicada anteriormente.

$$WACC = [k_e \times \left(\frac{E}{E + D}\right)] + k_d \times (1 + t) \times \left(\frac{D}{E + D}\right)$$

A través de la compañía, se han obtenido los siguientes datos (Anexo 5)

Tabla 27, WACC estimado de los principales países en los que DIA opera

	España	Portugal	Brasil	Argentina
Coste de la deuda (%Deuda sobre Capital)	8,8%	8,6%	9,0%	13,4%
Coste de los fondos Propios (FFPP % Capital)	3,0%	3,0%	3,6%	4,6%
WACC estimado	11,8%	11,6%	12,6%	18,0%

Fuente: *Elaboración propia*

WACC estimado del grupo DIA = 13,5%

No tenemos que olvidar nuestro Valor Residual. Usaremos el método de perpetuidad, ya interpretado, 2% será el porcentaje que representará tanto su crecimiento como su g.

El siguiente paso que debemos considerar es calcular el valor presente de la empresa, que significa el valor de los flujos de efectivo presentes. El valor residual calculado debe sumarse al flujo de efectivo del último año proyectado.

Finalmente, podemos determinar el valor de la compañía utilizando la fórmula adecuada. Los datos necesarios aparecen en las tablas anteriores. La tasa de descuento será el WACC, también estimado, porque estamos calculando un DCF.

Tabla 28, Cálculo del valor empresarial

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCL			(133,6)	(135,4)	(20,1)	28,4	101,7	168,3	215,6	250,5
FCL descontado			(117,7)	(105,1)	(13,7)	19,4	61,3	89,4	100,8	103,2
VR FCL										2.222
VR FCL descontado										807
Enterprise Value										900

Fuente: *Elaboración propia*

Explicación de los resultados, cálculos:

$$*VR FCL = (FCL 5 * (1+g)) / (WACC-g)$$

$$= 250,5 * (1+2\%) / (13,5 \% - 2\%) = 2.222$$

$$*VR FCL descontado = VR FCL / (1+WACC)^n5$$

$$= 2.222 / (1+13,5\%)^8 = 807$$

*Valor empresarial= SUMA (FCL descontado n1: FCL descontado n5) +VR FCL descontado

$$= (-118) + (-105) + (-14) + 17 + 54 + 79 + 89 + 91 + 807 = 900$$

Hemos terminado nuestro método DCF. Hemos seguido todos los pasos necesarios para calcular el valor de DIA. A modo de resumen, los diferentes pasos seguidos se mencionan a continuación:

- Primer paso: hemos hecho hipótesis convenientes (crecimiento anual 2%).
- Segundo paso: las estimaciones de ventas también se han determinado siguiendo la hipótesis realizada.
- Tercer paso: se han calculado los cambios en el capital de trabajo neto.
- Cuarto paso: el esquema FCF se ha ejecutado con flujos de efectivo futuros.
- Quinto paso: determinación del WACC
- Sexto paso: el valor residual también se calcula después de la perpetuidad método.
- Séptimo paso: el valor presente de DIA se ha calculado utilizando la tasa de descuento y la suma al último flujo de caja del valor residual estimado.

Finalmente, se deberá restar la deuda neta al resultado obtenido a para obtener el Equity Value (Valor del capital).

$$\text{Equity Value} = 900 - 1.867,2$$

$$\text{Equity Value} = -967,2$$

$$(-967,2 / 626) = -1,55$$

El valor de los recursos propios obtenido se ha dividido entre el número de acciones totales del grupo, para así conocer el precio teórico que estas deberían tener. Se ha comparado este precio con el precio real de las acciones a 31 de enero de 2018, siendo este de -1,55 euros. De esta forma, al ser el precio teórico negativo, se puede concluir que el valor por acción de DIA bajo el método de DCF es 0 euros.

5.4 Valoración por múltiplos de empresas comparables

Al analizar la industria de distribución de la alimentación, se han descubierto que hay muchas empresas como DIA. Sin embargo, como compañías comparables para el análisis se han decidido las siguientes:

- Carrefour SA
- Casino Guichard-Perrachon SA
- Jeronimo Martins, SGPS SA
- Wm Morrison Supermarkets PLC
- Companhia Brasileira de Distribuição

Las compañías listadas pertenecen a un grupo de compañías cotizadas y que en general cuentan con factores en común con DIA cómo: el modelo de negocio de “descuento”, el tamaño de sus establecimientos y la presencia internacional (mayormente en Europa y Latam), entre otros.

Tabla 29, Principales magnitudes de empresas comparables

	Ingresos	Número de establecimientos	Hipermercados	Supermercados	Tiendas de conveniencia	Cash & Carry
Carrefour SA	79.908	12.300	12%	27%	63%	1,7%%
Casino Guichard-Perrachon SA	38.045	12.109	7%	28%	60%	1%
Jeronimo Martins, SGPS SA	16.276	475	0	22%	72%	6%
Wm Morrison Supermarkets PLC	19.123	491	0	100%	0	0
Companhia Brasileira de Distribuição	11.221	882	35%	51%	0	14%

Fuente: Elaboración propia

Introducción a las compañías para el análisis de ratios comparables

Los datos requeridos serán el número de acciones de cada compañía y su precio de cotización. Procederemos a calcular la capitalización bursátil y el valor empresarial de cada una.

- Capitalización de mercado = depende de la cuota de mercado. Los precios son volátiles, cambian constantemente, por lo que no representará un valor exacto, por lo tanto, haremos una aproximación. Se calcula siguiendo la fórmula siguiente:

$$\text{Capitalización bursátil} = [(\text{€} / \text{acción}) \times \text{numero de acciones}]$$

- Valor empresarial: incluye la deuda de la empresa, ya que forma parte del valor total de los diferentes negocios analizados. Su fórmula será la siguiente:

$$EV = [Market\ Cap + Debt]$$

Necesitamos encontrar la capitalización bursátil de cada empresa y su valor empresarial para calcular las ratios que se necesitan para obtener el resultado de la valoración de DIA. Por otro lado, las empresas operan en otros países, por lo que tenemos que prestar atención a los cambios en las monedas.

1. Carrefour SA

Carrefour SA se fundó en 1959, es una empresa francesa que opera en el sector de la distribución de alimentación. La Compañía opera a través de supermercados, tiendas de descuento, y tiendas de conveniencia. La compañía opera en todo el mundo.

Tabla 30, Cálculo del valor empresarial, Carrefour

Carrefour SA	
Sede	Francia
eur/acción	17
Acciones	780
Capitalización Bursatil	13.530
Deuda Neta	13.789
Capital preferente	0
Interés minoritario	2.117
Caja e inversiones de largo plazo	-4.404
Valor Empresarial	25.032

Fuente: Elaboración propia

2. Casino Guichard-Perrachon SA

Casino Guichard Perrachon SA es una compañía francesa con presencia en Francia y a nivel internacional. La compañía opera a través de tiendas de descuento, supermercados, hipermercados, supermercados y tiendas de conveniencia además de contar con una red de cafeterías.

Tabla 31, Cálculo del valor empresarial, Casino Guichard- Perrachon

Casino Guichard Perrachon	
Sede	Francia
eur/acción	38
Acciones	109
Capitalización Bursatil	4.098
Deuda Neta	9.028
Capital preferente	0
Interés minoritario	5.288
Caja e inversiones de largo	-3.771
Valor Empresarial	<u>14.643</u>

Fuente: Elaboración propia

3. Jeronimo Martins, SGPS SA

Jerónimo Martins SGPS SA es una empresa con sede en Portugal. La compañía divide su actividad comercial en: Supermercados a través de sus tiendas Pingo Doce y el negocio mayorista a través de las tiendas Recheio. Además, opera en Polonia y Colombia.

Tabla 32, Cálculo del valor empresarial, Jeronimo Martins

Jeronimo Martins	
Sede	Portugal
eur/acción	14
Acciones	638
Capitalización Bursatil	8.861
Deuda Neta	639
Capital preferente	0
Interés minoritario	238
Caja e inversiones de largo plazo	-546
Valor Empresarial	<u>9.193</u>

Fuente: Elaboración propia

4. Wm Morrison Supermarkets PLC

Wm Morrison con sede en Reino Unido, opera bajo la marca Morrisons. Tiene marca propia y cuenta con aproximadamente 500 tiendas.

Tabla 33, Cálculo del valor empresarial, Wm Morrison Supermarkets PLC

Wm Morrison Supermarkets PLC	
Sede	Reino Unido
eur/acción	2
Acciones	2.383
Capitalización Bursatil	5.148
Deuda Neta	1.295
Capital preferente	0
Interés minoritario	0
Caja e inversiones de largo plazo	-246
Valor Empresarial	6.197

Fuente: Elaboración propia

5. Companhia Brasileira de Distribuição

Companhia Brasileira de Distribuição con sede en Brasil, se dedica a la venta al por menor de alimentos, ropa, electrodomésticos, productos electrónicos y otros artículos. Opera a través supermercados, hipermercados, supermercados, grandes almacenes y tiendas especializadas.

Tabla 34, Cálculo del valor empresarial, Companhia Brasileira de Distribuição

Companhia Brasileira de Distribuição	
Sede	Brasil
eur/acción	98
Acciones	267
Capitalización Bursatil	26.241
Deuda Neta	5.674
Capital preferente	0
Interés minoritario	2.856
Caja e inversiones de largo plazo	-4.369
Valor Empresarial	30.402

Fuente: Elaboración propia

a) EV / VENTAS

Esta relación se calcula dividiendo el valor empresarial de la empresa por sus ventas.

Hemos analizado las ventas de cada empresa:

Tabla 35, Evolución ventas de compañías comparables

Ventas	2016	2017	2018
Carrefour SA	78.301	79.908	77.453
Casino Guichard-Perrachon SA	36.030	38.045	37.136
Jeronimo Martins, SGPS SA	14.621	16.276	17.336
Wm Morrison Supermarkets PLC	16.317	17.262	17.735
Companhia Brasileira de Distribuição	41.454	44.634	49.388

Fuente: *Elaboración propia*

Tabla 36, Cálculo EV/Ventas de compañías comparables

EV/VENTAS	2016	2017	2018
Carrefour SA	0,3	0,3	0,3
Casino Guichard-Perrachon SA	0,4	0,4	0,4
Jeronimo Martins, SGPS SA	0,6	0,6	0,5
Wm Morrison Supermarkets PLC	0,4	0,4	0,3
Companhia Brasileira de Distribuição	0,7	0,7	0,6

Fuente: *Elaboración propia***b) EV / EBITDA**

Esta relación se calcula dividiendo el valor de la empresa por el beneficio operativo. Valor de la empresa antes de deducir los costos de amortización, intereses y depreciación. Esta relación muestra el valor de la empresa sin tener en cuenta su estructura financiera.

Tabla 37, Tabla 36, Evolución EBITDA de compañías comparables

EBITDA	2016	2017	2018
Carrefour SA	3.873	3.721	3.422
Casino Guichard-Perrachon SA	1.467	1.708	1.643
Jeronimo Martins, SGPS SA	840	915	957
Wm Morrison Supermarkets PLC	718	806	913
Companhia Brasileira de Distribuição	2.047	2.851	3.157

Fuente: *Elaboración propia*

Tabla 38, Tabla 36, Cálculo EV/EBITDA de compañías comparables

EV/EBITDA	2016	2017	2018
Carrefour SA	6,46	6,73	7,31
Casino Guichard-Perrachon SA	9,98	8,57	8,91
Jeronimo Martins, SGPS SA	10,94	10,05	9,61
Wm Morrison Supermarkets PLC	8,63	7,69	6,79
Companhia Brasileira de Distribuição	14,85	10,66	9,63

Fuente: *Elaboración propia*

c) EV / EBIT

Hemos considerado no calcular esta ratio debido a la imposibilidad de aplicarlo al tener DIA un EBIT negativo.

Tenemos las ratios necesarias para valorar DIA. Como tenemos diferentes ratios para cada empresa, procederemos a hacer un promedio. Este promedio será el que usaremos en nuestro estudio.

Tabla 39, Cálculo Equity Value de DIA a partir de los resultados obtenidos.⁶

Valoración	EV/VENTAS	EV/EBITDA
Información financiera	7.154	338
Multiplos	0,4	8,91
Valor empresarial	2.821	3.012
-Deuda Neta	1.867	1.867
Equity value	954	1.145
Número de acciones	626	626
Precio teorico	1,5	1,8

Fuente: *Elaboración propia*

El resultado obtenido mediante el método de múltiplos comparables muestra como el precio teórico cotiza a un mayor valor que el precio de cotización (precio a cierre de periodo 2018 0,46 eur/acción) en un 14%. Por tanto, el precio de cotización está infravalorado en un 14%.

⁶ El valor del EV actual es el valor obtenido en la valoración por Descuento de Flujos de Caja Operativos

6. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

6.1 Principales conclusiones

El sector minorista de alimentación está sufriendo una situación actual de elevada competencia y de cambios en el comportamiento del consumidor provocado principalmente por el desarrollo de marcas privadas, la expansión de tiendas de descuento y la evolución del comercio electrónico.

DIA es una empresa española que se opera en el sector de la distribución de alimentación. La empresa es conocida por sus bajos precios. Está presente en cuatro países, España, Portugal, Brasil y Argentina.

La compañía ofrece una amplia variedad de marcas a través de distintos modelos de tiendas que tienen diferentes características según el consumidor objetivo y la región geográfica en la que están integradas.

Sin embargo, en los últimos años DIA ha mostrado signos de estancamiento. En primer lugar, por un entorno macroeconómico desfavorable sobre todo en Emergentes donde el impacto del peso argentino y el real brasileño han afectado directamente a las ventas comparables del grupo. En segundo lugar, en Iberia la fuerte competencia y la llegada de Mercadona a España han influido en una caída importante de su cuota de mercado en los últimos años. A través del estudio destacamos el importante cierre de tiendas en Iberia (1.337 en un año) y la caída del 8% de franquicias en Emergentes. Además de la importante caída de ventas tanto en Iberia como en Emergentes en los últimos cuatro años.

Por otro lado, la compañía registraba este último año los peores resultados desde su salida a bolsa en 2011. Su deuda financiera neta ascendía a 1.702 millones en el primer trimestre de 2019, un incremento de 250, 4 millones respecto a al cierre de periodo de 2018. Además, la compañía ha puesto de manifiesto su situación de patrimonio neto negativo al cierre del ejercicio 2018, pasando de 202 millones en 2017 a -99 millones en 2018, reconociendo que DIA se encontraba en causa de disolución.

A pesar de sus dificultades financieras, en las que destacan su falta de liquidez y su nivel de endeudamiento, la compañía se ha enfrentado además este último año a una

serie de acontecimientos difíciles. En primer lugar, ha perdido su calificación crediticia, dificultando la posibilidad de refinanciar su deuda. Por otro lado, desde el anuncio de la OPA por parte del fondo de inversión Letterone, se ha visto afectada la relación de DIA con sus stakeholders. Estos últimos acontecimientos y la situación complicada de DIA han repercutido en el precio de cotización de las acciones, reflejado por una preocupación de los inversores y accionistas por el futuro de la compañía.

A través del método de descuento por flujo de caja, creemos que el precio de cotización de DIA está un 13% por encima de nuestro precio teórico. Por otro lado, se ha utilizado el método de múltiplos de compañías comparables para poder estimar el valor de DIA y comparar los resultados obtenidos. La conclusión obtenida a través de este método ha sido que el precio de cotización está infravalorado en un 14%, sin embargo, las compañías utilizadas para el análisis son compañías “sanas” y por consideramos que el resultado no refleja el riesgo de “distress” de DIA.

En cuanto a la evolución futura de la compañía, existe cierta incertidumbre. Sin embargo, la OPA ha sido finalmente aceptada y con el nuevo plan estratégico de Letterone se prevé un crecimiento de la compañía, que si se complementa con una buena gestión económico financiera, puede hacer que la compañía vuelva a posicionarse como uno de los líderes en el mercado y recuperar una situación financiera sana, a partir de los próximos cinco años.

El proyecto se enfrentó a algunas limitaciones. Algunos de los datos disponibles de la industria están desactualizados, además los resultados incorporaban por primera vez, este año, los efectos de la aplicación de IAS 29, “Información financiera en economías hiperinflacionarias”, que han afectado a nuestro análisis. Por otro lado, la falta de conocimiento de finanzas corporativas nos hizo invertir más tiempo en comprender la estructura financiera de la compañía. Además, nuestro proyecto incluye un análisis exhaustivo y varios supuestos, lo que dificultó la actualización con la llegada de nueva información constante y de la mediatización del caso.

7. BIBLIOGRAFÍA

Libros:

Calderón Pérez de Bricio, C., Sanz Pérez, J. (2008). *Un enfoque práctico a la valoración de empresas*, Editorial universitaria Ramón Areces, pp 123.215.

Broihahan, MA., Henry, E., Robinson, TR., Van Greuning, H., 2008, *International Financial Statements Analysis, Investment Series*, Pp.250,510.

Fernández, P., 2015, *Valoración de Empresas*, Gestión 2000.com, pp20,360.

Brealey, Richard A., et al. *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2007.

Álvarez García, AF. *LAS RAZONES PARA VALORAR UNA EMPRESA Y LOS MÉTODOS EMPLEADOS*, Redalyc.org, Visitado el día 7 de enero, 2019
<https://www.redalyc.org/html/1650/165013669003/>

Informes

(2019). *Evolución económica reciente, Brasil*. Recuperado de OECD, brasil - OECD.org, Visitado el día 10 de marzo, 2019
<https://www.oecd.org/eco/outlook/OECD-Economic-Outlook-mayo-2018-evolucion-economica-reciente-brasil.pdf>

2018). Hecho relevante de la solicitud de autorización de la OPA. Recuperado de
<https://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20190329/opa-11/hecho-relevante-de-la-solicitud-de-autorizacion-de-la-opa.pdf>

García Jiménez, P. A. B. L. O. (2013). La valoración de empresas: El método de descuentos de Flujo de Caja Libre (DCF) y su aplicación práctica. Recuperado de
[file:///Users/LETI/Downloads/Dialnet-LaValoracionDeEmpresas-4507539%20\(1\).pdf](file:///Users/LETI/Downloads/Dialnet-LaValoracionDeEmpresas-4507539%20(1).pdf)

(2018). Hecho relevante de la solicitud de autorización de la OPA. Recuperado de <https://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20190329/opa-11/hecho-relevante-de-la-solicitud-de-autorizacion-de-la-opa.pdf>

(MAYO 2019). Perspectivas Económicas de la OECD. Visitado el día 10 de marzo, 2019. Recuperado de <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b2e897b0-en/1/2/3/5/index.html?itemId=/content/publication/b2e897b0-en&csp=d2743ede274dd564946a04fc1f43d5dc&itemIGO=oecd&itemContentType=book#ga=2.19415608.1049471277.1559739538-464729508.1559739529>

HSBC. (2017). Consumer Brands, Retail and Healthcare. Visitado el día 10 de abril, 2019. Recuperado de <https://www.hsbc.com/-/files/hsbc/investors/investing-in-hsbc/all-reporting/group/2005/hsbc2005ara0.pdf>

Periódicos / Revistas

Merca2. (05/02/2019). Fridman lanza una opa y un plan de rescate sobre DIA. Visitado el día 5 de febrero de 2019. Recuperado de <https://www.merca2.es/fridman-opa-dia-rescate/>

Métodos de valoración de empresas - ESERP Business School, ESERP

Business School, Visitado el día 1 de febrero de 2019.

<https://es.eserp.com/articulos/metodos-valoracion-empresas/>

Tena, R., *cómo se calcula y cuál es el máximo aceptable*, *Holded programa de gestión online para empresas*, Visitado el día 5 de febrero de 2019.

<https://www.holded.com/es/blog/ratio-de-endeudamiento-que-es-como-se-calcula-y-cual-es-el-maximo-aceptable/>

Changes in Working Capital, FCF and Owner Earnings, The Value Investing Blog of Old School Value, Visitado el día 8 de febrero de 2019.

<https://www.oldschoolvalue.com/blog/valuation-methods/working-capital-free-cash-flow-fcf/>

What is EBITDA - Formula, Definition and Explanation, Corporate Finance Institute, Visitado el día 5 de marzo de 2019.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-ebitda/>

Ramírez, A., Vallejo, C., Juez, I., Delgado P. *Cómo valorar una empresa*, Visitado el día 1 de febrero de 2019.

[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manu al Valorar empresa Cotizada.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manu_al_Valorar_empresa_Cotizada.pdf)

¿Qué es el margen bruto? | Concepto de margen bruto | Glosario contable, Economía Simple, Visitado el día 1 de febrero de 2019.

<https://www.economiasimple.net/glosario/margen-bruto>

Credit Rating, Investopedia, Visitado el día 7 de mayo de 2019.

<https://www.investopedia.com/terms/c/creditrating.asp>

Terminal Value, Investopedia, Visitado el día 1 de mayo de 2019.

<https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>

Valor de empresa/EBITDA – EV/EBITDA - Definición, qué es y concepto, Economipedia, Visitado el día 3 de marzo de 2019.

<https://economipedia.com/definiciones/valor-de-empresa-ebitda-ev-ebitda.html>

Vaidya D., *Enterprise Value to Sales | EV to Sales Ratio | Valuation*, Visitado el día 13 de marzo de 2019.

<https://www.wallstreetmojo.com/enterprise-value-to-sales-ev-to-sales-ratio/>

What will cause a change in net working capital? | AccountingCoach, Visitado el día 22 de abril de 2019. <https://www.accountingcoach.com/blog/change-in-working-capital>

Rey, L., *Las NOF y el Fondo de Maniobra. ¿Que son y cómo se relacionan?*, Visitado el día 20 de abril de 2019. <https://revistadigital.inesem.es/gestion-empresarial/nof-necesidades-operativas-fondos/>

Ejemplo de valoración por descuento de flujos de caja en Excel, Visitado el día 20 de mayo de 2019. <https://www.academiadeinversion.com/ejemplo-de-valoracion-por-descuento-de-flujos-de-caja-excel/>

El endeudamiento bancario ¿Es positivo o negativo para la empresa?, Visitado el día 4 de mayo de 2019. <https://control-costes.com/el-apalancamiento-financiero-es-positivo-o-negativo-para-la-empresa/>

No somos adivinos y el DCF o descuento de flujos de caja tampoco lo es, Visitado el día 5 de mayo de 2019. <https://quietinvestment.com/8279-2/>

Qué es y para qué sirve el WACC | EmpresaActual, Empresa Actual, Empresa Actual, Visitado el día 25 de mayo de 2019. <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>

Cost of Debt, Investopedia, Visitado el día 10 de abril de 2019. <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>

Los gastos financieros: qué son y cómo se deducen | Blog de anfix, | Blog de anfix, Visitado el día 12 de marzo de 2019. <https://blog.anfix.com/los-gastos-financieros-que-son-y-como-se-deducen/>

Owner definition and meaning, Collins English Dictionary, Collinsdictionary.com, Visitado el día 14 de marzo de 2019. <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/owner>

Fuentes de internet:

Página del Instituto Nacional de Estadística, Visitado el día 20 de mayo de 2019.

<https://www.ine.es/>

Página de DIA, Visitado el día 20 de mayo de 2019. <https://www.diacorporate.com/es/>

Página de FUNCAS, Visitado el día 23 de mayo de 2019. <https://www.funcas.es>

Página ALIMARKET, Visitado el día 2 de marzo de 2019 <https://www.alimarket.es/>

Deloitte research, Visitado el día 23 de febrero de 2019

<https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/center-for-the-edge/artikelen/research-reports.html>

Página de CIS, Visitado el día 25 de mayo de

2019 http://www.cis.es/cis/opencms/ES/13_Indicadores/Indicadores/IC/C/index.jsp

Banco Central do Brasil, Visitado el día 20 de marzo de 201. <http://www.bcb.gov.br>

Banco de Portugal, Visitado el día 23 de abril de 2019

<https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal?mlid=406>

Asociación Española de Distribuidores, Autoservicios y

Supermercados (Asedas), Visitado el día 2 de abril de 2019

<http://www.asedas.org/>

Kantar World panel, Visitado el día 2 de mayo de 2019

<https://www.kantarworldpanel.com/es>

Bloomberg, Visitado (enero-junio) de 2019 <https://www.bloomberg.com/europe>

Factset, Visitado (enero-junio) de 2019, <https://www.factset.com/>

Santander Trade Portal, Visitado (enero-junio) de 2019
<https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/argentina/politica-y-economia>

BBVA Research, Visitado (enero-junio) de 2019
<https://www.bbvarsearch.com/geography/argentina/>

Mercadona, Visitado el 3 mayo de 2019 <https://www.mercadona.es/>

FERNANDEZ URRIZOLA. FERNANDO. (2019). OPERACIONES AUXILIARES EN EL PUNTO DE VENTA. Visitado el día 2 de junio de 2019. Recuperado de <https://www.slideshare.net/urrizola/operaciones-auxiliares-en-el-punto-de-venta-manual>

8. ANEXOS

ANEXO 1

	Datos observados				Previsiones Funcas			Variación de las previsiones (a)		
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	Media 2014-2018	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
1. PIB y agregados, precios constantes										
PIB, pm	3,8	-1,3	2,8	2,6	2,2	1,8	1,8	0,1	0,0	0,1
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	2,4	2,3	1,7	1,4	1,4	-0,5	-0,4	-0,2
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	1,3	2,1	1,6	0,9	0,8	0,3	-0,3	-0,4
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	4,9	5,3	4,7	3,5	3,1	0,7	0,5	1,0
Construcción	5,9	-10,7	3,9	6,2	5,8	3,9	3,0	1,7	0,8	0,8
Construcción residencial	7,8	-12,5	6,7	6,9	7,4	5,4	4,3	2,4	1,3	1,6
Construcción no residencial	4,2	-8,7	1,7	5,5	4,0	2,2	1,5	0,9	0,2	0,0
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	5,8	4,3	3,6	3,1	3,1	-0,2	0,2	1,0
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,2	2,3	1,9	3,1	3,0	-0,1	0,7	0,5
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	4,8	3,5	2,4	2,9	2,7	-0,7	0,0	0,2
Demanda nacional (b)	4,5	-3,1	2,8	2,9	2,3	1,7	1,6	-0,1	-0,2	0,0
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	--	1208,2	1245,8	1284,0	1321,9	--	--	--
- % variación	7,4	-0,8	3,3	3,6	3,1	3,1	3,0	-0,7	-0,1	-0,3
2. Inflación, empleo y paro										
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,6	1,0	0,9	1,2	1,2	-0,8	-0,2	-0,4
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,7	1,6	1,2	1,2	1,2	0,0	-0,1	-0,3
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	2,6	2,5	1,8	1,5	1,4	0,1	0,1	0,1
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	3,3	4,1	4,2	3,0	3,0	-0,1	0,2	0,1
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	3,1	2,6	1,5	3,0	3,0	-1,2	-0,6	-0,7
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,3	0,8	2,1	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	0,1	0,8	1,8	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	19,7	15,3	13,8	12,6	11,4	-0,1	-0,1	-0,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)										
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	22,1	22,9	23,1	23,5	23,9	0,3	0,5	0,7
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	24,0	23,0	22,9	23,1	23,3	0,5	0,8	0,7
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,7	21,9	22,6	22,9	23,1	0,3	0,3	0,2
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	18,5	19,8	20,5	20,7	21,0	0,3	0,1	0,1
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,2	1,5	0,9	0,5	0,6	0,7	-0,1	0,2	0,3
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,8	1,5	0,7	0,8	0,9	-0,1	0,2	0,4
- Sector privado	-2,8	5,9	6,0	4,0	3,0	2,8	2,7	0,0	0,3	0,3
- Sector público (saldo AA,PP.)	-0,9	-8,6	-4,3	-2,5	-2,3	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
- Saldo AA,PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-7,9	-4,2	-2,5	-2,3	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
Deuda pública según PDE	52,2	67,2	98,8	97,1	96,3	95,4	94,5	0,4	0,6	0,9
4. Otras variables										
PIB Eurozona	2,5	-0,3	1,9	2,0	1,1	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	7,2	4,9	4,9	4,8	4,8	0,8	1,0	1,1
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,1	127,7	104,0	97,0	95,5	95,0	94,7	1,5	3,0	5,1
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	90,3	128,0	102,4	93,2	90,0	86,9	84,1	2,8	3,6	4,7
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	167,3	166,7	167,0	165,7	164,5	0,7	-0,6	-1,3
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,06	-0,17	-0,05	0,25	0,50	-0,20	-0,20	-0,70
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,77	1,43	1,15	1,30	1,60	-0,30	-0,50	-0,40

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

(b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2018: INE y BE; Previsiones 2019-2021: Funcas.

Fuente: FUNCAS, “Previsiones económicas para España 2019-2021”, publicado el 7 de mayo de 2019

ANEXO 2

Portugal: Demand, production and prices

Portugal	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2011 prices)				
GDP at market prices	179.8	1.9	2.8	2.1	1.8	1.9
Private consumption	117.7	2.4	2.3	2.5	2.4	1.6
Government consumption	32.6	0.8	0.2	0.8	0.2	0.6
Gross fixed capital formation	27.8	2.3	9.2	4.4	6.0	5.5
Final domestic demand	178.2	2.1	3.0	2.6	2.6	2.1
Stockbuilding ¹	0.6	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
Total domestic demand	178.8	2.0	3.0	2.8	2.7	2.1
Exports of goods and services	72.6	4.4	7.8	3.6	2.4	4.0
Imports of goods and services	71.6	4.7	8.1	4.9	4.1	4.4
Net exports ¹	1.0	-0.1	0.0	-0.5	-0.8	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	1.8	1.5	1.4	1.1	1.6
Harmonised index of consumer prices	–	0.6	1.6	1.2	0.7	1.3
Harmonised index of core inflation ²	–	0.9	1.2	0.8	0.8	1.3
Unemployment rate (% of labour force)	–	11.1	8.9	7.0	6.3	5.9
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	-3.7	-4.1	-4.2	-3.9	-3.6
General government financial balance ³ (% of GDP)	–	-2.0	-3.0	-0.5	-0.5	-0.2
General government gross debt (% of GDP)	–	146.7	146.9	140.8	138.2	135.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	129.2	124.8	121.5	118.9	115.7
Current account balance (% of GDP)	–	0.6	0.5	-0.6	-1.1	-0.3

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

3. Based on national accounts definition.

Source: OECD Economic Outlook 105 database.

Fuente: OECD Economic Outlook 105 database

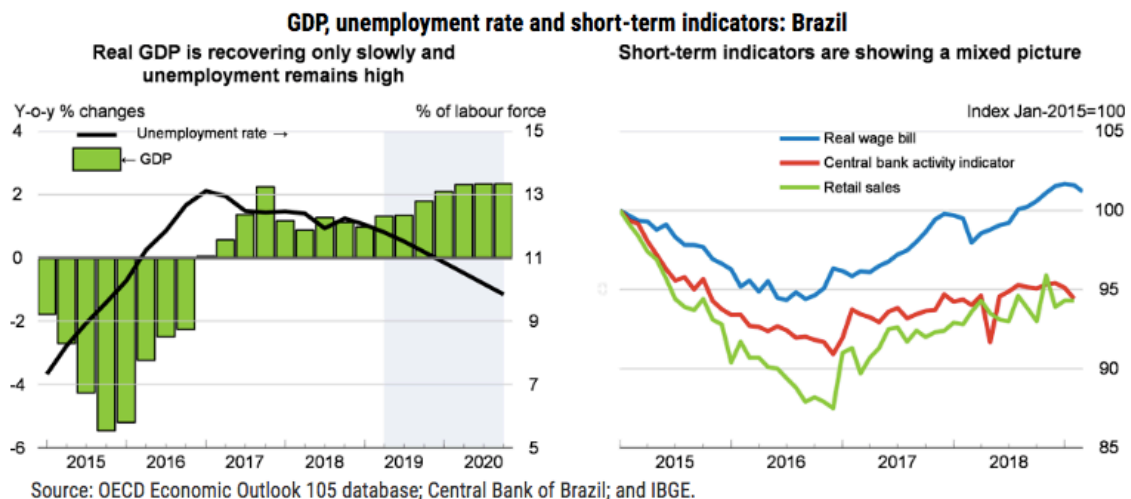
ANEXO3

Brasil: Demanda, producción y precios

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Current prices BRL billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
GDP at market prices	5 995.8	-3.4	1.0	1.2	2.1	2.4
Private consumption	3 835.2	-4.4	0.9	1.7	1.8	2.5
Government consumption	1 185.8	0.0	-0.6	0.2	1.1	1.0
Gross fixed capital formation	1 069.4	-10.4	-1.9	4.0	4.9	3.7
Final domestic demand	6 090.4	-4.6	0.2	1.7	2.2	2.4
Stockbuilding ¹	- 25.4	-0.4	0.8	0.2	0.2	0.0
Total domestic demand	6 064.9	-5.0	1.1	2.0	2.4	2.4
Exports of goods and services	773.5	1.7	5.7	-0.3	3.7	4.1
Imports of goods and services	842.6	-10.1	5.5	6.2	5.4	4.0
Net exports ¹	- 69.1	1.6	0.0	-0.8	-0.2	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	-	8.1	3.7	3.3	4.4	4.5
Consumer price index	-	8.7	3.4	3.8	4.6	4.3
Private consumption deflator	-	9.2	2.9	3.0	4.9	4.7
General government financial balance (% of GDP)	-	-9.0	-7.8	-7.3	-6.5	-6.1
Current account balance (% of GDP)	-	-1.3	-0.5	-1.2	-1.8	-1.8

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

Source: OECD Economic Outlook 104 database.

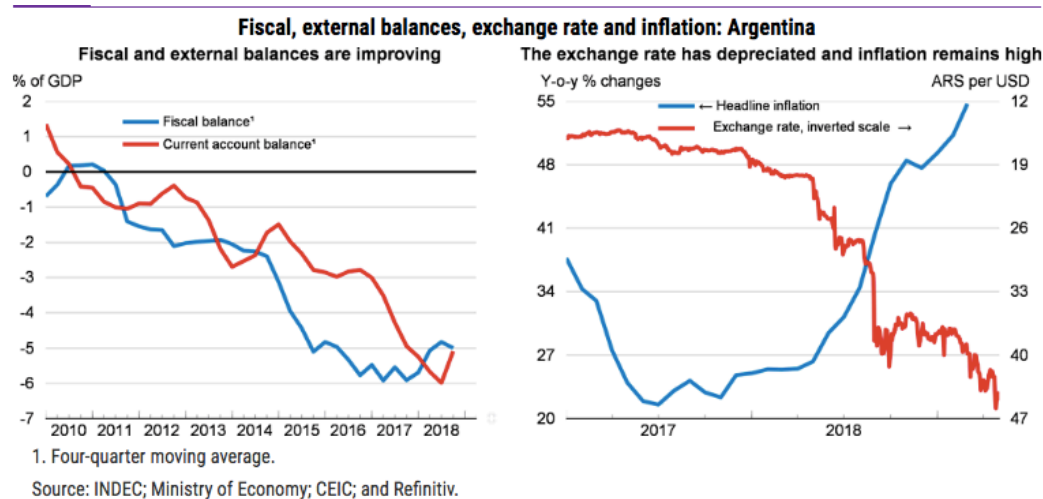


Fuente: OECD Economic Outlook 105 database

ANEXO 4

Argentina: Demand, output and prices						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Current prices ARS billion	Percentage changes, volume (2004 prices)				
Argentina						
GDP at market prices	5 954.5	-2.1	2.7	-2.5	-1.8	2.1
Private consumption	3 924.4	-0.8	4.0	-2.4	-3.2	1.9
Government consumption	1 077.7	-0.5	2.7	-3.3	-3.7	-2.6
Gross fixed capital formation	926.8	-5.8	12.2	-5.8	-16.3	2.3
Final domestic demand	5 928.8	-1.5	4.9	-3.1	-5.3	1.2
Stockbuilding ¹	89.7	0.0	1.1	-0.7	-2.6	0.0
Total domestic demand	6 018.5	-1.6	6.0	-3.7	-10.3	0.9
Exports of goods and services	637.5	5.3	1.7	0.0	22.6	8.0
Imports of goods and services	701.5	5.8	15.4	-5.1	-16.2	3.8
Net exports ¹	- 64.0	-0.1	-1.9	0.7	5.9	0.9
Memorandum items						
GDP deflator	—	41.1	26.0	40.4	40.9	24.9
Current account balance (% of GDP)	—	-2.7	-4.9	-5.0	-1.8	-1.0

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
Source: OECD Economic Outlook 105 database.



Fuente: OECD Economic Outlook 105 database

ANEXO 5

Resumen de WACCs	España			Portugal			Brasil			Argentina		
	Bajo	Medio	Alto	Bajo	Medio	Alto	Bajo	Medio	Alto	Bajo	Medio	Alto
Beta (Desapalancada)		0,57			0,57			0,59			0,59	
Deuda / Capital (D)		80,3%			80,3%			80,3%			80,3%	
Fondos Propios / Capital (E)		19,7%			19,7%			19,7%			19,7%	
Beta (Reapalancada)		0,87			0,87			0,95			0,95	
Coste de los Fondos Propios												
Tasa de Referencia Local		2,2%			2,3%			4,6%			9,8%	
Beta Reapalancada (B)		0,87			0,87			0,95			0,95	
Prima de Mercado (Rp)		7,4%			7,4%			7,4%			7,4%	
Prima de High Financial Risk (HFRP)		6,6%			6,6%			6,6%			6,6%	
Coste de los Fondos Propios		15,2%			15,3%			18,1%			23,4%	
Coste de la Deuda												
Tasa de Referencia Local		2,2%			2,3%			4,6%			9,8%	
Spread de Deuda		12,4%			12,4%			12,4%			12,4%	
Coste de la Deuda antes de Impuestos (I)		14,6%			14,7%			17,0%			22,2%	
Tipo impositivo		25,0%			26,7%			34,0%			25,0%	
Coste de la Deuda después de Impuestos		11,0%			10,8%			11,2%			16,6%	
WACC												
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)		8,8%			8,6%			9,0%			13,4%	
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)		3,0%			3,0%			3,6%			4,6%	
WACC Estimado		11,8%			11,64%			12,6%			18,0%	
WACC (Redondeado)		11,25%	11,75%	12,25%	11,25%	11,75%	12,25%	12,00%	12,50%	13,00%	17,50%	18,50%

Fuente: CNMV, Suplemento al folleto explicativo de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Distribuidora Internacional de Alimentación S.A.

ANEXO 6

P&L	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas brutas	9.400	10.547	10.314	11.521	9.390
Ventas netas	7.906	8.835	8.757	8.062	7.154
Otros ingresos	105	91	111	156	135
Coste de ventas	-6.245	-6.928	-6.835	-6.449	-5.724
<i>Margen</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>21%</i>
Margen comercial bruto	1.766	1.998	2.033	1.769	1.564
Costes personal	-660	-771	-769	-686	-646
Otros gastos de explotación	-277	-326	-332	-283	-297
Alquileres inmobiliarios	-243	-291	-307	-281	-284
OPEX	-1.181	-1.388			
EBITDA ajustado	585	610	625	519	338
Otros elementos de caja	-77	-122	-73	-48	-92
EBITDA	509	488	552	471	246
<i>Margen EBITDA</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>3,4%</i>
Amortización	-185	-214	-232	-224	-235
Deterioro de activos			-13	-12	-80
Bajas de activos				-17	-25
EBIT	324	274	306	218	-95
Resultado financiero neto	-41	-56	-52	-53	-85
Rdo. en posición efectivo				0	68
BAI	283	218	254	165	-112
Impuesto sobre beneficio	-75	83	-69	-52	-16
Deterioro de activos fiscales				0	-171
Resultado consolidado	209	301	185	113	-299
Operaciones discontinuadas	121	-2		-12	-54
Intereses minoritarios			0	0	0
Resultado neto atribuido	329	299	185	101	-353
Resultado neto ajustado	267	254	259	191	50

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales auditadas.

Análisis Financiero: el caso DIA (Distribuidora Internacional de Alimentación)

ACTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
Inmovilizado material	1.270	1.372	1.469	1.411	1.269
Fondo de comercio	465	558	558	553	493
Otros activos intangibles	33	35	38	43	47
Inversiones contabilizadas	0	0	0	380	9
Deudores comerciales y otras	0	51	69	73	63
Otros activos financieros no	81	67	59	80	74
Activos por impuestos no	0	0	0	33	44
Créditos al consumo de	0	0	0	0	0
Activos por impuesto diferido	148	271	314	272	73
Activos no corrientes	1.997	2.355	2.507	2.846	2.072
Existencias	553	562	670	609	532
Deudores comerciales y otras	245	221	261	199	192
				1	20
Activos por impuestos	107	119	80	62	48
Otros activos financieros	12	16	20	10	11
Otros activos	8	8	8	7	7
Efectivo y otros activos líquidos	199	155	365	347	240
Activos corrientes	1.124	1.081	1.403	1.235	1.050
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	40	169
Activos corrientes	1.124	1.081	1.403	1.274	1.219
TOTAL ACTIVO	3.121	3.436	3.910	4.120	3.292
PASIVO					
Capital	65	62	62	62	62
Reservas	618	87	261	244	247
Acciones propias	-553	-54	-67	-60	-56
Otros instrumentos de	-36	12	21	11	7
Beneficio/(pérdida) neto del	329	299	174	101	-353
Diferencias de conversión	-46	-94	-60	-101	-73
Patrimonio neto atribuido a	378	313	392	257	-166
Participaciones no dominantes	0	0	-1	-100	0
Total Patrimonio neto	378	313	391	157	-166
Deuda financiera no corriente	533	921	1.062	962	919
Provisiones	86	52	46	44	46
Otros pasivos financieros no	8	18	3	2	2
Pasivos por impuesto diferido	3	3	44	2	0
Pasivos no corrientes	629	994	1.155	1.011	967
Deuda financiera corriente	200	374	181	330	772
Acreedores comerciales y otras	1.693	1.519	1.953	1.785	1.442
Pasivos por impuestos	82	93	85	90	74
Pasivos por impuestos sobre	9	4	16	8	1
Otros pasivos financieros	136	146	135	208	158
Pasivos corrientes	2.120	2.136	2.369	2.420	2.447
Pasivos directamente asociados	96			52	23
Pasivos corrientes	2.216	2.136	2.369	2.472	2.471
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.223	3.443	3.916	3.641	3.272

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales auditadas.

ANEXO 7

Bloomberg

Financial Statement Analysis

Ticker: DIA SM Equity Periodicity: Annuals Currency: EUR Note: Years shown on the report are Fiscal Years Company: Distribuidora Internacional de Alimentación SA

Filing: Most Recent

Standardized

For the period ending	Restated-2009 A 2009-12-31	Restated-2010 A 2010-12-31	Restated-2011 A 2011-12-31	Restated-2012 A 2012-12-31	Restated-2013 A 2013-12-31	Original-2014 A 2014-12-31	Original-2015 A 2015-12-31	Restated-2016 A 2016-12-31	Restated-2017 A 2017-12-31	Original-2018 A 2018-12-31
Total Assets	268.89	344.09	314.29	386.51	278.45	217.51	176.88	384.33	357.48	251.16
+ Cash	250.78	316.84	289.94	350.43	262.04	199.00	154.83	364.80	346.52	239.84
+ ST Investments	18.11	27.25	24.35	36.09	16.41	18.51	22.27	19.73	19.73	11.32
+ Accounts & Notes Receiv	124.96	178.98	191.25	178.56	208.59	244.58	221.19	107.41	111.31	108.74
+ Inventories	541.23	539.30	521.93	527.07	544.87	553.12	562.49	669.59	609.00	531.66
+ Raw Materials	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Work In Process	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Finished Goods	535.59	535.47	518.39	525.39	543.34	545.71	554.28	662.64	602.33	523.65
+ Other Inventory	5.64	3.84	3.53	1.71	1.53	7.41	8.21	6.55	6.68	8.02
+ Other ST Assets	178.23	49.49	75.81	106.39	97.88	114.79	128.95	154.15	195.84	307.81
+ Prepaid Expenses	23.38	11.10	14.10	15.33	14.11	7.84	7.82	8.14	7.30	7.36
+ Derivative & Hedging Assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Assets Held-for-Sale	110.63	0.00	0.00	13.88	6.10	0.01	0.00	0.00	39.60	168.74
+ Taxes Receivable	44.23	38.39	61.71	80.22	77.85	106.84	119.14	79.92	61.37	48.17
+ Misc ST Assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	68.09	87.48	83.54
Total Current Assets	1,113.31	1,111.87	1,103.27	1,202.53	1,130.84	1,130.01	1,087.53	1,315.48	1,273.64	1,199.37
+ Property, Plant & Equip, Net	1,632.21	1,597.42	1,625.96	1,618.63	1,501.65	1,270.36	1,372.01	1,459.08	1,410.74	1,266.60
+ Property, Plant & Equip - Accumulated Depreciation	3,157.50	3,197.40	3,260.94	3,296.45	3,454.63	2,801.44	3,018.40	3,391.90	3,436.48	3,508.21
+ LT Investments & Receivables	1,525.29	1,599.98	1,634.98	1,711.10	1,822.98	1,531.08	1,646.38	1,922.86	2,025.74	2,239.61
+ LT Investments	28.09	20.49	42.80	43.49	39.11	43.39	67.20	83.13	84.44	75.23
+ LT Receivables	22.08	7.32	18.54	16.75	8.76	7.71	11.29	9.82	10.83	11.22
+ Other LT Assets	6.01	13.17	24.26	27.74	30.35	35.69	55.91	70.32	73.61	64.01
+ Intangible Assets	504.80	523.81	537.55	540.00	598.99	893.23	915.89	913.54	971.54	728.61
+ Goodwill	457.82	458.85	460.92	461.34	500.00	497.21	592.83	595.32	596.62	540.05
+ Other Intangible Assets	413.94	414.44	418.54	422.57	454.39	464.64	558.06	557.82	553.13	492.75
+ Deferred Tax Assets	43.68	45.42	44.38	38.38	45.61	32.57	34.78	37.51	43.49	47.30
+ Derivative & Hedging Assets	26.78	29.28	58.19	54.55	57.67	147.89	271.48	270.16	305.80	117.23
+ Investments in Affiliates	0.00	0.00	0.24	17.26	0.39	0.07	8.20	0.00	0.00	0.00
+ Misc LT Assets	0.71	0.11	1.50	1.30	0.73	0.00	0.38	0.19	0.38	9.18
Total Noncurrent Assets	18.99	34.37	16.60	6.54	40.15	38.06	43.29	48.27	88.94	62.14
Total Assets	2,165.10	2,141.52	2,206.31	2,202.12	2,239.75	1,996.98	2,355.10	2,463.15	2,466.72	2,072.44

This report may not be modified or altered in any way. The BLOOMBERG PROFESSIONAL service and BLOOMBERG Data are owned and distributed locally by Bloomberg Finance LP ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BFLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg LP ("BLP"). BLP provides BFLP with all the global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice, and nothing herein shall constitute an offer of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates.

Bloomberg 04/15/2019 06:29:06

Bloomberg

Financial Statement Analysis

Ticker: DIA SM Equity Periodicity: Annuals Currency: EUR Note: Years shown on the report are Fiscal Years Company: Distribuidora Internacional de Alimentación SA

Filing: Most Recent

For the period ending	Restated-2009 A 2009-12-31	Restated-2010 A 2010-12-31	Restated-2011 A 2011-12-31	Restated-2012 A 2012-12-31	Restated-2013 A 2013-12-31	Original-2014 A 2014-12-31	Original-2015 A 2015-12-31	Restated-2016 A 2016-12-31	Restated-2017 A 2017-12-31	Original-2018 A 2018-12-31
Accounting Standard	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS
Shares Outstanding	948.72	618.72	679.34	679.34	693.07	651.07	614.27	611.35	611.89	612.18
Number of Treasury Shares	0.00	0.00	13.50	20.18	5.90	8.18	11.11	10.57	10.57	10.28
Pension Obligations	5.55	4.90	5.43	8.32	8.82	2.27	2.70	0.00	0.00	0.00
Future Minimum Operating Lease Obligations	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	210.71	212.82	237.55	286.62	281.76
Capital Leases - Total Options Outstanding at Period End	0.07	2.31	0.75	24.63	36.34	18.80	26.92	42.94	36.78	28.93
Options Outstanding at Period End	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Debt	59.19	306.92	830.51	649.61	699.54	516.35	1,131.44	845.74	1,134.85	1,581.40
Net Debt to Equity	7.35	72.64	902.89	438.93	380.94	136.76	361.22	215.70	441.25	612.18
Tangible Common Equity Ratio	12.53	-1.06	-12.71	-10.91	-11.02	-4.50	-9.81	-6.38	-10.79	-25.55
Current Ratio	0.49	0.43	0.47	0.48	0.48	0.53	0.51	0.58	0.52	0.49
Cash Conversion Cycle	-45.79	-39.62	-42.75	-44.02	-53.10	-49.77	-37.50	-45.83	-42.13	-41.86
Number of Employees	46,883.00	45,489.00	45,285.00	44,125.00	47,237.00	43,244.00	45,732.00	42,667.00	41,554.00	40,384.00

Bloomberg

Financial Statement Analysis

Ticker: DIA SM Equity Periodicity: Annuals Currency: EUR Note: Years shown on the report are Fiscal Years Company: Distribuidora Internacional de Alimentación SA

Filing: Most Recent

For the period ending	Restated-2009 A 2012-12-31	Restated-2010 A 2013-12-31	Original-2011 A 2014-12-31	Original-2012 A 2015-12-31	Restated-2013 A 2016-12-31	Restated-2014 A 2017-12-31	Original-2015 A 2018-12-31	Original-2016 A 2019-12-31	Estimate-2017 A 2020-12-31	Estimate-2018 A 2021-12-31
Gross Margin	21.74	22.05	22.05	22.05	22.05	22.05	22.05	22.05	21.50	21.50
Operating Margin	3.57	4.94	5.00	4.44	4.45	3.65	1.27	1.27	1.19	1.35
Profit Margin	2.26	3.28	3.28	4.35	2.95	2.18	-2.05	0.37	0.37	0.62
Sales per Employee	220,001.22	168,206.72	185,250.37	195,168.68	203,184.12	197,758.82	180,487.94	180,487.94	0.00	0.00
Dividends per Share	0.11	0.13	0.16	0.18	0.20	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
Total Cash Common Dividends	72.50	83.87	103.28	110.57	122.27	0.00	110.32	0.00	0.00	0.00
Personnel Expenses	781.54	628.50	660.28	847.23	833.64	743.47	713.37	713.37	713.37	713.37
Export Sales	5,390.21	3,445.09	3,514.09	4,631.80	3,604.74	216.14	3,031.00	3,031.00	3,031.00	3,031.00
Depreciation Expense	291.84	182.79	177.75	205.16	216.14	213.36	222.69	222.69	222.69	222.69
Rental Expense	233.29	248.84	248.84	306.81	302.85	298.53	299.75	299.75	299.75	299.75

Fuente: Bloomberg